

## REGRESARÁN LOS CAPITALS? (LL)

**Alejandro Sancho**

*El análisis de los distintos componentes del flujo de capitales realizado en la primera parte del artículo (AE#207) mostraba las muy pocas posibilidades de una recuperación importante a corto plazo de los mismos. No obstante, subsistía el interrogante si el escenario de mediano plazo (2001-2003) pudiera ser diferente alimentando una lenta reactivación y un nuevo sendero de crecimiento sostenido en dicho período. En esta segunda parte se analiza dicha posibilidad.*

Las posibilidades a mediano plazo de una rápida aceleración de los flujos de capital o mejor aún, de la recuperación de la tendencia de los noventa, depende de dos factores. El primero y esencial, es la evolución favorable de la economía mundial, principalmente de la evolución de la tasa de interés, el mercado de valores, y de la solución de algunos de los múltiples desequilibrios de la economía norteamericana. El segundo y complementario, es el conjunto de características estructurales de la economía que recibe tales capitales.

### Un escenario optimista

Recientemente el Banco Mundial (Global Development Finance 2000) ha analizado el escenario de corto plazo y las perspectivas de mediano plazo del flujo de capitales para los países en vías de desarrollo. Sobre la base de un escenario optimista que contempla un muy suave aterrizaje de la economía norteamericana, un moderado incremento de la tasa de interés sólo hasta el 2000, la ausencia de cualquier corrección importante del mercado de valores norteamericano, así como la no irrupción de alguna crisis importante en los mercados emergentes, el estudio del Banco Mundial indica que:

- a) No existe ninguna probabilidad a mediano plazo de un retorno a la tendencia de los noventa.
- b) Es muy improbable un inmediato y rápido despegue de los flujos de capital en cualquier momento de aquí a los próximos años.
- c) En el mejor de los casos habría que esperar una ligera y lenta recuperación de los flujos a nivel agregado. Los próximos años seguirán siendo parte del período de quiebre originado por la crisis internacional. Como afirma el Banco Mundial: "La actual pausa en los flujos de capital puede durar algunos años".

¿Cómo se caracteriza esta "pausa" en el flujo de capitales? En primer lugar, cualquier posibilidad de una lenta recuperación descansaría sólo en las inversiones de portafolio y la inversión extranjera directa. El flujo de crédito bancario no representaría ya a mediano y largo plazo, bajo casi cualquier escenario, alguna fuente significativa. Como lo afirma diplomáticamente el Instituto de Finanzas Internacionales: "...muchos bancos aparecen crecientemente reticentes de usar apalancamiento de sus hojas de balance para préstamos a mercados emergentes... cambios estructurales en los bancos, la institucionalización de una más fuerte administración del riesgo significa que es poco probable que los bancos retornen a ser la importante fuente de financiamiento externo para economías de mercado como lo fueron entre 1995-1996."

En segundo lugar, si ocurre algún retorno de capitales la fuente principal del aumento provendría de las inversiones de portafolio. Esto sin embargo, ocurriría en el contexto de una mayor volatilidad de los mercados emergentes lo cual reduce en forma significativa sus efectos benéficos sobre la economía receptora. Sólo en el primer trimestre del 2000 la volatilidad del mercado de valores norteamericano se incrementó en 44 por ciento con respecto al año anterior. La consecuente volatilidad en mercados emergentes es mayor aún.

En tercer lugar, aun cuando en este escenario optimista la inversión extranjera directa (IED) se recuperaría ligeramente en los próximos años, en el mejor de los casos ello serviría tan sólo para mantener el ratio de inversión extranjera a PBI del conjunto de economías emergentes para los próximos años, al nivel de 1999. Esto marca un cambio significativo con respecto a la explosión de la IED hacia países en vías de desarrollo en los noventa que pasó de 0.8 por ciento del PBI en 1991, a 1.8 por ciento en 1994, a 2.7 por ciento en 1997 alcanzando un máximo en 1999 con 2.8 por ciento.

## ¿Qué pasaría en el Perú?

Este escenario general tiene varias implicancias para el Perú. En primer lugar, ello impondría un fin definitivo de la “fiesta de capitales” de los noventa caracterizado por la expansión explosiva del crédito bancario, la entrada continua de capitales a la bolsa, la aceleración de la inversión extranjera directa, y sobre todo, el continuo relajamiento de toda restricción externa y la “eliminación” de problemas de balanza de pagos en el crecimiento del Perú. En los noventa el Perú observó muy elevados déficit en cuenta corriente. Sin embargo, no enfrentó restricción externa alguna debido a la magnitud de las entradas de capital, las mismas que posibilitaron que ello se produjera incluso con acumulación de reservas internacionales!

En segundo lugar, la inversión directa se constituiría en la única fuente de la que dependerá la evolución del flujo de capitales en su conjunto. Sin embargo, la inversión extranjera directa es claramente insuficiente para financiar cualquier crecimiento. Como se observa en el Cuadro No.1, en los años 98-99 la IED -incluida la privatización- fue en promedio 3.5 por ciento del PBI mientras que el déficit en cuenta corriente fue 5 por ciento del PBI. Más complicada es la situación si, como pronostican analistas, el rebote de la actividad económica situara el déficit por encima del 4 por ciento a fin de año, y los próximos dos años lo elevara cuando menos en 5 por ciento. A diferencia de los noventas, esto implicaría necesariamente que el Perú tendría que tomar deuda en los mercados internacionales para financiar sus déficit. Justamente, en un contexto en que la previsión de mediano plazo prevé una subida de la tasa de interés internacional y se reconoce que la deuda externa es todavía un serio problema a enfrentar.

Este escenario sustancialmente diferente de los noventa sería el más probable, ya que como reconoce el Banco Mundial el proceso de ligera recuperación de la inversión extranjera en los próximos años sería un proceso concentrado en un grupo reducido de países. Estos países serían justamente aquellos que se recuperan más rápidamente de la crisis internacional y se vinculan más estrechamente a la dinámica del comercio mundial, acelerando su crecimiento, y por lo mismo, atrayendo inversión extranjera. ¿Cuáles son estos países?. Pues son países de economías semi-industrializadas, con estructura de exportaciones bastante diversificada, básicamente productos manufacturados. Así el Banco Mundial sostiene: “No obstante que un entorno externo mejorado (con respecto a 1998-1999) debe tender a levantar muchos obstáculos, los costos de la crisis pueden ser mucho más duraderos y el patrón de recuperación de la crisis es probable que sea diferenciado...La recuperación más rápida en período el 2000-2002 es probable que ocurra en los países recientemente industrializados de ingresos medios que experimentaron sustanciales devaluaciones del tipo de cambio real, que son exportadores significativamente diversificados y que atraen altos niveles de inversión extranjera directa, por ejemplo países de ingresos medios del Este-Asiático, países de Europa Oriental elegibles de acceder a la Unión Europea, Brazil, México, China e India.”. Ya que: “Exportadores de manufacturas y bienes diversificados es probable que vean la más grande y rápida aceleración del producto en respuesta a la elevación de demanda de exportaciones reflejando la mayor sensibilidad de sus exportaciones al ingreso y demanda mundiales”.

¿Cuáles son las posibilidades a mediano plazo de la IED para el Perú?. Pues son bastante limitadas en este contexto. Al Perú no vendrá inversión extranjera por el tamaño de su mercado como si puede ser el caso de la China, India o Brasil. Tampoco por ser centro de acceso a mercados regionales como lo es Brasil para el resto de Sudamérica. Más importante aun, el Perú no está cerca de algunos de los centros de la economía mundial como México o Polonia que hace de sus ventajas de localización el principal factor de atracción de IED. Y sobre todo, el Perú no produce bienes de valor agregado que satisfagan la demanda mundial de modo que el dinamismo del comercio mundial sirva de fuerte impulso de nuestras exportaciones. El Perú está limitado esencialmente por su estructura productiva primario-exportadora. Y el problema que enfrenta ahora es que intentará atraer IED en bienes primarios (mineros) en un contexto muy diferente al de la década pasada pues dichas mercancías han sufrido un colapso de precios. A diferencia de la temprana creencia que la recuperación de las economías asiáticas reestablecería rápidamente los precios a sus niveles pre-crisis, o la más reciente, que el agotamiento de inventarios haría tal trabajo, la historia enseña que los precios de minerales permanecen deprimidos por muchísimos años. Con este escenario se afecta la rentabilidad de la inversión y el poder de compra de estas exportaciones. Con ello las posibilidades de un crecimiento importante son más reducidas.

En general, con mercados internos normalmente muy reducidos por población e ingresos bajos, virtualmente atomizados luego de la crisis, y con altos niveles de subutilización de la capacidad productiva, no existen sectores vinculados a la demanda interna que presenten una rentabilidad atractiva al inversionista. Y los sectores vinculados a la demanda externa sufren las limitaciones propias del sector primario a nivel internacional luego del shock de precios. Las limitaciones para incrementar la inversión extranjera no provienen sólo del

cambio en el contexto general de la economía mundial, sino también de factores estructurales de la economía (estructura primario-exportadora) a los que la política económica de los noventa, potenció y fortaleció. Con estas limitaciones para un retorno significativo de los capitales, y a pesar del reciente conjunto de medidas, es difícil no ver la prolongación de esta recesión ya bastante larga y severa.

### **Un escenario realista**

En un trabajo de previsión de la economía mundial para los próximos cinco años la OCDE (Perspectives économiques de l'OCDE No. 66, Dic 1999) considera tres escenarios básicos probables a partir de la evolución de la economía norteamericana: un escenario de expansión-recesión, otro escenario de fuerte debilidad del dólar, y un tercero de una fortísima corrección del mercado bursátil.

Escenario 1: Expansión-Recesión. La fortaleza de la economía norteamericana prosigue, sin lograrse una desaceleración del crecimiento a pesar de las subidas continuas de la tasa de interés. La respuesta de la FED es elevar fuertemente la tasa de interés, para contener la aceleración de la inflación y otros desequilibrios, alcanzando aproximadamente el 8 por ciento entre el 2000-2002, descendiendo sólo el 2003. Como consecuencia se produce una fuerte desaceleración del crecimiento el 2001(1.5 por ciento) y luego una recesión el 2002(-0.2 por ciento). Produciéndose con ello una caída de la bolsa de valores del orden del 25 por ciento.

Escenario 2: Debilidad del dólar. En este escenario el elevado y creciente déficit comercial norteamericano que alcanza más del 4 por ciento genera dudas serias entre los agentes económicos quienes comienzan a cuestionar su sostenibilidad. Esta situación da lugar finalmente a una devaluación del 20 por ciento del dólar. A fin de contener los riesgos de inflación, la FED endurece la política monetaria en un grado mayor que el escenario anterior llevando la tasa de interés de corto plazo a 8 por ciento el 2000, 8.6 por ciento el 2001, y 7.3 por ciento el 2002. Sólo el 2003 descendería a 6.6 por ciento. La consecuencia sería una fuerte desaceleración del crecimiento aunque no necesariamente una recesión, junto con una caída de la bolsa del 25 por ciento.

Escenario 3: Fuerte corrección de Wall Street. El fin de la burbuja especulativa sería una corrección de la bolsa de valores del orden del 30 por ciento. En este escenario la FED responde reduciendo rápidamente las tasas de interés a niveles sumamente bajos, menores a los prevalecientes en 1999 para evitar que el efecto riqueza y el cambio de expectativas conduzcan a una severa recesión. Como consecuencia la economía inicia una desaceleración los próximos tres años aunque no recesión.

¿Qué significarían estos tres escenarios para las posibilidades de un retorno de los flujos de capital? Pues simplemente, que las posibilidades de una recuperación parcial de los capitales serían completamente frustradas, y con ello la posibilidad de evitar una recesión más prolongada y reiniciar una nueva etapa de crecimiento elevado y sostenido.

En los dos primeros escenarios, la tasa de interés permanece alrededor de 8 por ciento hasta el 2002 y se producen correcciones del 25 por ciento en la bolsa norteamericana. Con esto, se revertirían por una parte las inversiones de portafolio que aún quedasen, y por otra se introducirían condiciones financieras adversas. Un escenario de mediano plazo con tasas de interés externas e internas ascendentes, precios de materias primas deprimidos, mayor pago de deuda externa, posibles correcciones cambiarias y estrechez fiscal, indican importantes fuerzas recesivas a las que podría añadirse un severo deterioro del sistema bancario.

El tercer escenario de menor tasa de interés pero muy fuerte corrección de bolsa de valores (30 por ciento) tampoco es favorable. Las consecuencias de correcciones amplias en Wall Street alcanzarían a la inversión directa a través de la elevación de la percepción de riesgo no sólo de país sino también de la región, debido al estallido de crisis en países donde la inversión extranjera es más importante, como en Argentina. Por otro lado, la IED se vería afectada por las pérdidas de capital por caída de bolsa, que afecta las utilidades retenidas de las empresas, las que constituyen una fuente principal de financiamiento de inversión extranjera. Además, el fin del "bull market" significaría el fin del financiamiento barato para empresas que se han venido financiando vía la emisión de acciones. En este escenario internacional que no alienta la IED un crecimiento sostenido es muy difícil.

## Estabilidad política e inversión extranjera

Es en el contexto de los dos escenarios generales examinados que deben evaluarse los efectos de la actual coyuntura política sobre la inversión extranjera. Múltiples estudios concuerdan que la estabilidad económica, política y social junto con el nivel de desarrollo institucional, básicamente la vigencia del "imperio de la ley" y la eficiencia de sus órganos de ejecución (Poder Judicial, policía, fiscalía) son factores importantes para atraer inversión a un país. Desde esta perspectiva, la situación política del país estaría obstruyéndola. Dado el desastroso nivel de desarrollo institucional en el Perú, habría aquí un amplio campo donde trabajar para atraer inversión. Sin embargo, es preciso reconocer que el logro de una fuerte estabilidad y un elevado desarrollo institucional tampoco garantizarían por sí mismos un incremento sostenido de la inversión extranjera. Puesto que la limitación central para la inversión extranjera reside en un problema de rentabilidad del capital. Tanto la rentabilidad de inversión para mercados internos con demanda interna deprimida, como la orientada a sectores primarios.

## Comentarios finales

En resumen, las perspectivas a mediano plazo del flujo de capitales para la economía peruana son limitadas. Aún en un escenario optimista de la economía mundial, es difícil esperar un retorno significativo de los capitales dada nuestra estructura productiva. Debido a la dependencia del crecimiento con respecto al flujo de capitales establecido por la política económica implementada en los noventa, ello implicaría una prolongación mayor a la esperada de la recesión actual, y fuertes dificultades de encauzar la economía en un sendero de crecimiento sostenido y estable. La insistencia en seguir apostando al retorno de capitales muy probablemente revele ser ineficaz y altamente costosa no sólo en términos económicos sino también sociales y políticos.

**Cuadro No. 1**  
**Evolución de la Balanza de Pagos 1991-2000**  
(% del PBI)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000*
I. Balanza Cuenta Corriente	-3.6	-5.0	-5.6	-5.3	-7.3	-5.9	5.0	-6.4	-3.5	-3.5
1. Balanza Comercial	-0.4	-0.8	-1.5	-2.0	-3.7	-3.3	-2.6	-4.3	-1.2	-1.1
II. Cuenta Financiera	-0.2	2.	4.5	7.8	5.2	5.7	9.0	3.0	1.5	3.6
1. Sector Privado	0.3	0.5	3.0	7.6	4.3	6.7	3.8	3.4	3.9	3.2
Inversión Directa sin Priv.	-	0.37	4.28	4.73	2.54	2.53	2.37	3.19	3.37	1.09
Inversión Directa con Priv.	0.01	0.00	4.68	9.13	3.44	5.33	2.67	3.29	3.79	2.16
2. Capitales de Corto Plazo	-0.2	2.5	0.3	0.9	1.1	-0.3	4.0	-0.3	-3.2	-0.3
3. Sector Público	-0.3	-0.9	1.2	-0.7	-0.2	-0.7	1.2	-0.1	0.8	0.7

\*al primer semestre

Fuente: BCR