

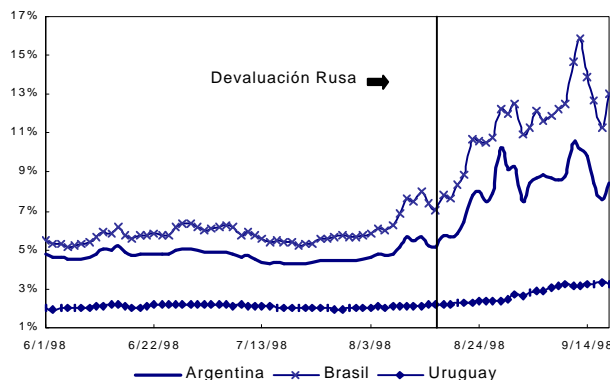
## LA CRISIS FINANCIERA MUNDIAL: RUSIA Y NUESTROS VECINOS

La devaluación del rublo el pasado 16 de agosto y el anuncio posterior de que habría un repudio parcial de la deuda pública interna Rusa, tuvieron un efecto virulento en nuestra región, particularmente en Brasil y Argentina, aunque sus efectos también se hicieron sentir en el Uruguay.

Los Bonos del Tesoro brasileños y argentinos que antes del 16 de agosto pagaban una tasa de interés de 5% por encima de la de los Bonos del Tesoro de los EEUU pasaron a pagar una tasa de 16% y 10%, respectivamente (ver Gráfico 1). Puesto en otros términos, el riesgo que los inversores hoy le asignan a la deuda de esos países subió drásticamente después de los acontecimientos de Rusia, lo que llevó a los inversores a exigir tasas de interés sensiblemente más altas para seguir comprando esos títulos.

**Gráfico 1**

**Spread sobre Bonos del Tesoro USA  
Bono Global 2027**

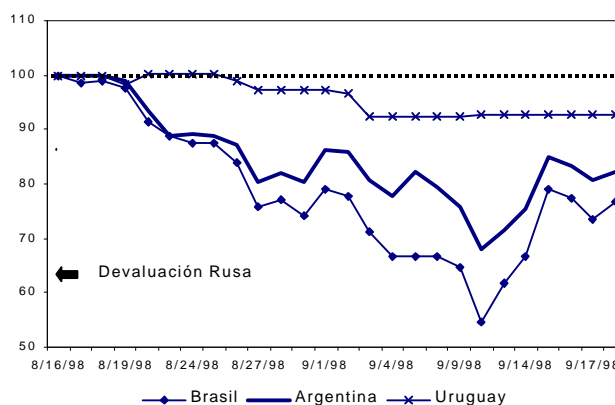


Este aumento en la percepción del riesgo de los países de la región y el consiguiente deterioro de las perspectivas económicas que ello trae aparejado dio por tierra con el precio de las acciones. Las acciones de las bolsas de Brasil y de Argentina bajaron más de 30% en el pico de la crisis (ver Gráfico 2). Esto se debe a que pequeños cambios en la percepción del riesgo y en las perspectivas de un país y el desempeño de sus empresas pueden producir grandes cambios en el precio de las acciones.

Al fin y al cabo, no olvidemos que una acción no es más que el derecho a una cuota parte de las utilidades de una empresa. El deterioro de las perspectivas económicas de un país y por tanto de las utilidades esperadas de sus empresas reducen el valor de ese derecho.

**Gráfico 2**

**Indices de Acciones (16-08-98 = 100)  
Brasil, Argentina, Uruguay**



¿En qué sentido pudieron los acontecimientos en Rusia cambiar la percepción del riesgo de los países de la región de manera tan significativa? La importancia económica de la Rusia de hoy, para el mundo y los países de la región, no parece ser la clave. Rusia es un país económicamente pequeño en el concierto mundial, representa apenas un 2 por ciento de la producción mundial y una cifra aún menor del comercio. Además, el comercio de los países de la región con Rusia es sumamente reducido.

Ante la falta de un nexo evidente entre lo ocurrido en Rusia y el impacto que tuvo sobre la región, es común atribuirle a la especulación financiera --que se movería por parámetros que poco y nada tienen que ver con los fundamentos, esto es, la economía real--, la responsabilidad por estas desventuras.

Nosotros entendemos que el nexo entre lo ocurrido en Rusia y el impacto sobre la región no es evidente, pero

existe. El resto de este ENFOQUE presenta nuestra versión de los hechos.

La clave del impacto de la crisis rusa en la región debe buscarse en otra parte: en la tan manida globalización y en la actitud asumida por el grupo de los siete (EEUU, Alemania, Japón, Francia, Gran Bretaña, Italia y Canadá) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) ante la crisis rusa. La globalización de los mercados de capitales que se extendió de manera acelerada desde principios de los 90 tuvo su manifestación más visible en la intensificación del comercio en instrumentos financieros. Los países no solamente exportan (venden) e importan (compran) mercaderías y servicios sino también instrumentos financieros. Es hoy moneda corriente que los fondos de pensiones o fondos de inversión, las instituciones financieras o individuos en los países desarrollados compren y vendan los títulos –acciones y bonos– que emiten los Estados o las empresas de los países emergentes.

Lo que ocurrió en Rusia tuvo un enorme significado para los inversionistas extranjeros en títulos de los países emergentes y tuvo un efecto muy importante sobre la percepción del riesgo que tiene invertir en estos títulos. Durante la crisis financiera de México a principios de 1995 y la crisis financiera de los países del Asia que se desatará a mediados de 1997, el grupo de los siete (G-7) y el FMI intervinieron masivamente poniendo a disposición de estos países montos exorbitantes para impedir un repudio explícito de las deudas, que en algunos casos hubiera sido inevitable. Presumiblemente esa intervención se produjo por el temor de que si tal repudio explícito se llevaba a cabo en alguno de estos países la crisis financiera pudiera esparcirse por el mundo. Puesto en términos sencillos, los inversores extranjeros en instrumentos financieros de los países emergentes contaron en todos estos episodios con una garantía implícita: si por cualquier motivo un país tenía dificultades para pagar sus títulos, en última instancia los G-7 y el FMI le prestarían la plata para hacerlo. El riesgo de que los inversores extranjeros perdieran el valor de sus inversiones era visto, hasta entonces, como limitado.

La crisis Rusa cambió estas reglas de juego. Rusia repudió su deuda pública interna apenas dos semanas después de haber llegado a un acuerdo con el FMI y sin que mediara un esfuerzo de intervención coordinada por parte de los G-7. Los inversores extranjeros perdieron entre el 70% y el 80% del capital invertido en títulos de

deuda interna rusa. De pronto, el mundo había cambiado para ellos. Si el FMI y los G-7 permitían el repudio de la deuda por parte de un país considerado geopolíticamente fundamental para los intereses occidentales y con un acuerdo vigente con el FMI, entonces tal repudio podría permitirse en cualquier otro país emergente. De pronto, ninguna inversión en ningún país emergente estaba segura. La garantía implícita que hasta el episodio ruso habían provisto a los inversores extranjeros el FMI y los G-7 había desaparecido. Resultado: los inversores huyeron en estampida de todos los mercados emergentes, en particular de aquellos países con peores fundamentos económicos y más expuestos a una crisis. Brasil, que tiene un enorme déficit fiscal y una concentración muy fuerte de vencimientos de deuda hasta fin de año fue el elegido. Mercosur mediante, Argentina fue duramente castigada, aunque sus fundamentos económicos son mucho más sólidos que los de Brasil.

La virulencia de la crisis financiera fue de tal amplitud y magnitud que los G-7 y el FMI, temiendo un colapso financiero mundial, salieron pocos días después a hacerle saber a los inversores internacionales que Brasil no era Rusia y que, de necesitarse, habría dinero disponible para que Brasil hiciera frente al pago de sus deudas. Con ello se consiguió calmar, momentáneamente, la ira de los mercados.

---

***“ Los inversores extranjeros perdieron entre el 70% y el 80% del capital invertido en títulos de deuda interna rusa. De pronto, el mundo había cambiado para ellos. Si el FMI y los G-7 permitían el repudio de la deuda por parte de un país considerado geopolíticamente fundamental para los intereses occidentales y con un acuerdo vigente con el FMI, entonces tal repudio podría permitirse en cualquier otro país emergente. De pronto, ninguna inversión en ningún país emergente estaba segura”.***

---

### En conclusión...

Después de la crisis de Rusia y sus dramáticas repercusiones en América Latina, muy particularmente en Brasil, los G-7 y los multilaterales han comenzado a replantearse su rol en la prevención y resolución de las crisis financieras, en un mundo donde la globalización de los mercados de capital plantea nuevos desafíos. En cuanto a Brasil, el decidido respaldo de los G-7 y los organismos multilaterales solo le ha comprado tiempo. Pasadas las elecciones, si el nuevo gobierno –que todo indica volverá a ser conducido por Cardoso y su actual equipo económico– opta por un ajuste que reduzca en el futuro previsible los fuertes desequilibrios fiscales, se pondrá a salvo de futuros ataques contra el Real y encaminará hacia un éxito definitivo su programa de estabilización. Si, por el contrario, el nuevo gobierno opta por seguir postergando el ajuste, sufrirá eventualmente un ataque demoledor contra el Real. Con o sin el apoyo internacional.