

De Puño y Letra

## "They're baaack"

Ricardo Caballero

3 de Junio de 2003

**El retorno de los flujos de capitales a la región es una realidad. Pero, ¿será algo duradero? Casi con seguridad la respuesta es que se trata de otro ciclo condenado a terminar abrupta y dolorosamente en un futuro no muy lejano.**

RICARDO CABALLERO

"They're baaack" ("están de regreso"). Esa es la frase espeluznante de la película "Poltergeist", anunciando el retorno de los espíritus que se apoderaron de la casa de la familia Freeling.

Yo de películas sé muy poco, y lo de Poltergeist me lo han contado, pero no me consta. Usé la frase de todas modos, porque capta el acelerado retorno que han tenido los capitales externos a nuestra región en las últimas semanas después de cuatro años de sequía. Afortunadamente, no hay nada de espeluznante en ello, ¿o sí?

Dado los grandes vaivenes de estos capitales tanto en el pasado distante como en el (muy) reciente, es difícil no preguntarse si éste no es sólo el comienzo de otro ciclo condenado a terminar abrupta y dolorosamente en un futuro no muy lejano. Por desgracia, la respuesta a esto es, casi con toda seguridad, afirmativa.

Esta conclusión no sólo refleja el peligro intrínseco de los flujos de capitales, sino que también es, en sí, peligrosa. La tentación de deducir de ella que la reacción natural ha de ser el limitar la entrada de capitales a través de impuestos y encajes es grande. Salvo por situaciones muy especiales, entre las cuales el Chile de hoy no se encuentra, creo que ésta es la conclusión errada.

Independientemente de si estos mecanismos tienen o no efecto en la práctica (dada la "creatividad" de los inversionistas para eludirlos), no se debe olvidar que gran parte de la volatilidad de capitales que enfrenta Chile, y no Australia, por ejemplo, es debido a la falta - y no el exceso - de integración a los mercados de capitales internacionales. Medidas de corto plazo que van contra este objetivo de integración plena sólo retardan este logro y prolongan la exposición a la volatilidad del flujo de capitales que tanto tememos.

Me parece, y así he insistido monótonamente por algún tiempo, que la solución de corto y mediano plazo a las fluctuaciones de capitales que enfrenta nuestro país está en el uso (y creación) mucho más masivo de instrumentos de cobertura financiera tanto del sector público como del privado.

¿Qué tipo de regreso?

En fin, antes de preocuparnos del ocaso, vale la pena preguntarse si la vuelta de capitales a nuestra región "tiene piernas". Y para esto hay que entender de dónde viene esta vuelta. Creo que la respuesta a esta pregunta tiene dos ingredientes dominantes: "división por (casi) cero" y el mal momento de las economías desarrolladas.

El primero de estos ingredientes se refiere a la fuente de altos retornos de los activos en nuestra región, esto es, el que el denominador (recuerde que las tasas de crecimiento y de retorno tienen la cantidad o precio inicial en el denominador) es (casi) cero. Producto de la crisis financiera rusa y los diferentes shocks que siguieron a ésta, los precios de los activos de la región han estado a valor de "venta de incendio" por algún tiempo pero sin compradores.

Un poco de interés por estos es suficiente para generar grandes retornos esperados. Cuando todo iba bien antes de 1998, Latinoamérica absorbía cerca de 80 billones de dólares del resto del mundo; hoy sólo 15 billones. Un poco de "buen Lula" por aquí y por allá, hace una gran diferencia a estos deprimidos volúmenes.

Un punto al margen. Esta lógica se aplica tanto al retorno de activos como a los indicadores macroeconómicos. En Argentina celebran alborozadamente, especialmente los políticos, el que los pronósticos de crecimiento de producto, inversión y otros se ven "alentadores" - parecen olvidar, quizás por conveniencia, que esto ocurre porque cuando se divide por (casi) cero, todo número se ve grande. Si uno no se deja engañar por este truco aritmético y mira los niveles en lugar de las tasas de crecimiento, la Argentina fue y sigue siendo una tragedia de marca mayor.

El segundo de los ingredientes se refiere a las dificultades del mundo desarrollado y los bajos retornos esperados de sus activos como consecuencia de éstas. Japón sigue estancado; el corazón de Europa continental (la "vieja Europa," por usar un lenguaje poco diplomático) no se ve nada de bien, y con un Banco Central para el cual la explicación de su testarudez debe ser buscada en algún artículo de Freud, no de economía, y Estados Unidos que sigue con una mezcla de señales que no aclara la tan ansiada recuperación.

#### Efecto escala

Así, con los altos retornos de "venta incendio" en el mundo emergente y los bajos retornos de la alternativa, los capitales han vuelto para "arbitrar" esa gran diferencia. Pero, y esto conecta con la pregunta que propició estos comentarios, esta "fuerza de arbitraje" no puede tirar el carro por demasiado tiempo. Eventualmente, necesitamos que el mundo desarrollado se recupere, ya que el efecto escala es el único capaz de devolver un flujo de capitales a esta región que dure más que unos pocos meses. Sin este financiamiento, y dadas las bajas tasas de ahorro de nuestra región, la recuperación sólo será mediocre. No grandes crisis - ya que la región ha aprendido a vivir con menos financiamiento- , pero crecimiento muy lejos de la exhuberancia.

Y, ¿se recuperará Estados Unidos, el motor del mundo hoy en día? Sigo optimista. La depreciación del dólar, si se mantiene gradual, ayudará; el progreso tecnológico sigue fuerte; y la Reserva Federal muy atenta. Ah, la parte fiscal, esto sí me desvela... pero sumando y restando, me quedo en el lado bueno. Si esto ocurre, tiempos significativamente mejores para la región se avecinan. Crucemos los dedos para que así sea y desde ya empecemos a pensar en estrategias de cobertura financiera y fomento de ahorro que permitan a nuestro futuro depender menos de esta posición digital tan poco natural.