



Grandes flujos de capital

Causas, consecuencias y opciones de política

Una gran afluencia de capital puede aportar importantes beneficios económicos a los países en desarrollo. No obstante, si su gestión es inadecuada, pueden causar un recalentamiento de la economía, una mayor inestabilidad del tipo de cambio y, con el tiempo, cuantiosas salidas de capital. ¿Cómo pueden los gobiernos aprovechar al máximo los beneficios de la afluencia de capital y reducir al mínimo los riesgos?

Alejandro López-Mejía

EN LA década de los noventa se registró un notable incremento de los flujos netos de capital hacia los países en desarrollo. En 1996, los flujos netos de capital privado alcanzaron un nivel de US\$190.000 millones, monto casi cuatro veces mayor al registrado en 1990. En 1990–97, la afluencia neta anual de capital privado también superó los niveles registrados antes de la crisis de la deuda de 1982 y fue más concentrada. Cinco países recibieron más del 50% de esta afluencia y 12 países recibieron un 75% (gráfico 1). La mayor parte se concentró en Asia y América Latina. En consecuencia, de los 166 países en desarrollo, 140 recibieron —colectivamente— menos del 5% de la afluencia de capital.

Durante el reciente período de gran aumento de los flujos de capital, su composición y destino sectorial variaron con respecto al período de auge que precedió la crisis de la deuda de 1982. En los años setenta, los flujos de capital consistieron principalmente en financiamiento bancario, siendo el sector público el principal receptor. En cambio, en los años noventa, los flujos han consistido, sobre todo, en bonos, inversión extranjera directa, e inversión de cartera, y el sector privado ha sido el principal receptor de crédito externo.

El creciente interés de los inversionistas extranjeros ha facilitado la integración de los países en desarrollo en el sistema financiero mundial, lo que ha beneficiado tanto a estos países como a la economía mundial. No obs-

tante, la gran afluencia de capital tiene ventajas y desventajas. Puede producir un recalentamiento de la economía, mayor inestabilidad del tipo de cambio y, con el tiempo, importantes salidas de capital debido a las variaciones de la rentabilidad prevista de los activos, el comportamiento de rebaño y los efectos de contagio. Para afrontar estos problemas, las autoridades han recurrido a una combinación de políticas anticíclicas y estructurales, así a como otras medidas destinadas a limitar la afluencia neta de capital, modificar su composición y plazos de vencimiento o atenuar la inestabilidad de los flujos.

Causas de la afluencia de capital

¿Qué factores produjeron corrientes de capital hacia varios países en la década de los noventa y, posteriormente, la inversión de estas corrientes? ¿Cómo se explican los efectos de contagio que recientemente afectaron los flujos de capital?

Causas de la afluencia. El interés de los inversionistas privados en las oportunidades que se presentaban en los mercados emergentes comenzó a manifestarse más claramente en los años noventa, y ello se debió a factores internos y externos. Los factores internos mejoraron la relación riesgo/rentabilidad para los inversionistas extranjeros a través de tres cauces: primero, el aumento de la solvencia gracias a la reestructuración de la deuda externa en muchos países; segundo, el aumento de la productividad, originado por la reforma estructural y la confianza en la gestión macroeconómica de varios países en desarrollo que habían adoptado programas de estabilización exitosos, y tercero, el creciente interés por invertir en los países que habían adoptado un régimen de tipo de cambio fijo, pues el riesgo de inestabilidad cambiaria se desplazó de los inversionistas al Estado, al menos en el corto plazo.

Por otra parte, los factores externos contribuyeron considerablemente al aumento de la afluencia de capital en los años noventa debido a la presencia de fuerzas cíclicas y estructurales. Las fuerzas cíclicas fueron la explicación preferida a principios de la década, cuando la baja de las tasas de interés mundiales “empujó” a los inversionistas hacia los mercados emergentes. Sin embargo, la persistencia de flujos

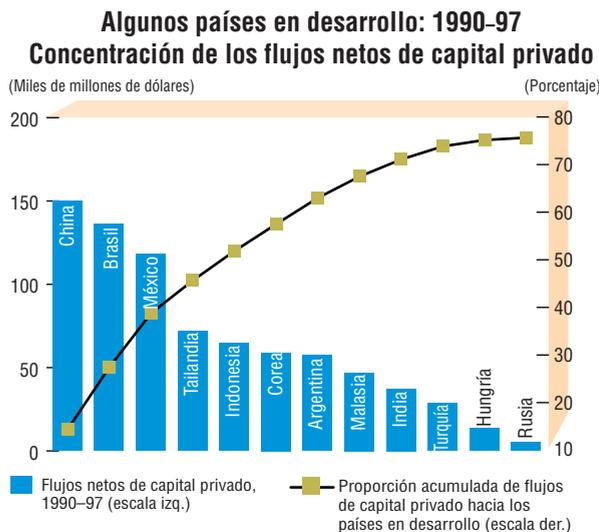
de capital privado tras el aumento de las tasas de interés mundiales en 1994 y la crisis de México en 1994–95 indican también la presencia de fuerzas estructurales externas.

Estas últimas comenzaron a actuar al aumentar el interés de los inversionistas privados en las oportunidades de inversión transfronteriza como resultado de dos acontecimientos que afectaron la estructura financiera de los países exportadores de capital. Primero, la reducción de los costos de comunicación, la fuerte competencia, y los crecientes costos en los mercados internos de los países industriales alentaron a las empresas de estos países a producir en el extranjero a fin de aumentar su eficiencia y sus utilidades. Segundo, hubo una mayor voluntad y capacidad de los inversionistas institucionales para acudir a los países con mercados emergentes en vista de las mayores tasas de rentabilidad previstas a largo plazo, las mejores oportunidades para diversificar el riesgo al contar con mercados de valores más amplios y desarrollados, y la viabilidad de las inversiones al liberalizarse la cuenta de capital. Sin embargo, las inversiones en los mercados emergentes sólo representan alrededor del 2% de los activos de los fondos comunes de inversión en Estados Unidos, 3% ó 4% en el Reino Unido, y prácticamente cero en el resto de Europa y Japón. La importancia de las fuerzas estructurales es causa de optimismo en lo que respecta al volumen de flujos de capital que podrían atraer los países en desarrollo en el mediano plazo. Sin embargo, junto con la creciente importancia de las corrientes de capital privado hacia estas economías, ha surgido el temor de que se produzca una inversión de estas corrientes.

Por qué pueden invertirse las corrientes de capital. En unos cuantos países en desarrollo se había observado una inversión de las corrientes de capital incluso antes de los años noventa. En el gráfico 2 se indica la magnitud de este fenómeno en varios casos (la suma de las entradas y salidas).

Una causa común de esta inversión de las corrientes ha sido la falta de confianza en la política macroeconómica, que ha ocasionado ataques especulativos contra las monedas y crisis de la balanza de pagos. Estas últimas pueden estar determinadas también por la vulnerabilidad financiera u otros factores que

Gráfico 1

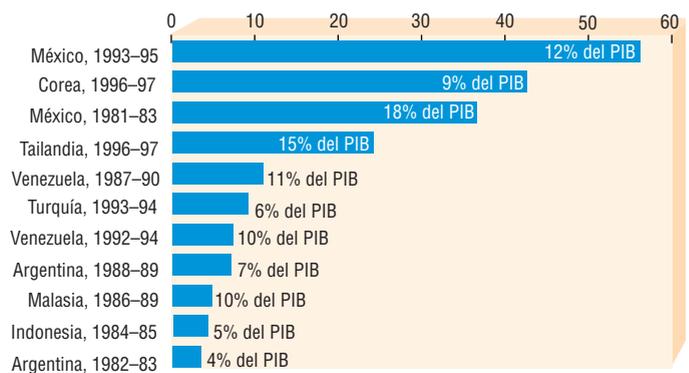


Fuente: FMI, base de datos de *Perspectivas de la economía mundial*.

Gráfico 2

Inversión de las corrientes netas de capital privado

(Suma de entradas y salidas en miles de millones de dólares)



reducen la credibilidad de la política macroeconómica. En particular, si el sector bancario es poco sólido, las autoridades podrían preferir devaluar la moneda en lugar de elevar las tasas de interés. Además, como lo demostró la experiencia de México, los plazos de vencimiento y la composición monetaria de los pasivos del sector público en relación con los activos reviste especial importancia. De hecho, incluso si el sector público es solvente, éste podría ser vulnerable ante las crisis de liquidez a corto plazo si los acreedores se muestran reacios a refinanciar las obligaciones a corto plazo de dicho sector. Finalmente, el efecto de contagio es particularmente importante para comprender la reciente inestabilidad de los mercados internacionales de capital.

Causas del contagio. La posibilidad de contagio aumenta en la medida en que aumenta la integración entre los países y persiste la asimetría en la distribución de información en los mercados.

Es probable que los efectos de contagio vinculados al capital privado se produzcan a través de los siguientes cinco canales. Primero, los acuerdos comerciales y las presiones sobre el tipo de cambio, que contribuyen a la inestabilidad y facilitan el contagio. Segundo, un fenómeno de “alerta”, que hace que la caída del valor de la moneda de un país altere la percepción que tienen los inversionistas de los factores fundamentales de la economía en otros países. Tercero, el comportamiento de rebaño de los inversionistas institucionales, que produce resultados similares en países con factores fundamentales muy diferentes. Cuarto, la existencia de vínculos financieros entre los países; por ejemplo, la tendencia de las tenencias financieras puede producir conmociones que repercutan en otros países, independientemente de los factores fundamentales de la economía en esos países. Quinto, las prácticas de gestión de la liquidez de los fondos comunes de inversión con un número de acciones variable, que pueden crear efectos de contagio en la medida en que los inversionistas “apalancados”, al afrontar exigencias de reembolso, se vean obligados a vender sus activos, quizás a un precio inferior al precio de mercado, dadas las asimetrías en materia de información.

Consecuencias de la afluencia de capital

Como se señaló anteriormente, el interés por invertir en los países en desarrollo ha llevado a una creciente integración financiera de estos países. Sin embargo, la gran afluencia de capital podría conllevar también una excesiva expansión de la demanda agregada y producir efectos negativos en el sector financiero. Además, las distorsiones microeconómicas pueden incrementar los flujos de capital y su repercusión en la economía.

Recalentamiento. La afluencia de capital puede ocasionar una expansión excesiva de la demanda agregada o un recalentamiento macroeconómico. Es probable que esta expansión se refleje en presiones inflacionarias, una apreciación del tipo de cambio real, y crecientes déficit en cuenta corriente.

Un estudio reciente (Banco Mundial, 1997) en el que se utiliza una muestra de 20 países en desarrollo que recibieron una afluencia de capital indica que estos países evitaron la mayoría de los síntomas del recalentamiento económico. Aun si una determinada variable económica avanzó en una dirección consecuente con las presiones al alza sobre la demanda agre-

gada, esta tendencia no podría atribuirse necesariamente a la afluencia de capital. Por ejemplo, en Argentina, Hungría, Perú y Polonia, el crecimiento se aceleró acusadamente debido a cambios de políticas, que contribuyeron también a frenar notablemente la inflación. Además, la aceleración de la inflación fue muy pequeña o nula al aumentar la afluencia de capital, y la apreciación del tipo de cambio observada en los países de América Latina estuvo vinculada al uso del tipo de cambio como ancla nominal. De hecho, los intentos por lograr una rápida desinflación mediante el uso de un ancla nominal —que impone disciplina en las políticas monetaria y fiscal— se caracterizaron por una lenta convergencia de las tasas de inflación hacia la tasa del país de la moneda ancla, lo cual produjo una apreciación de la moneda “anclada”.

En la mayoría de los países de la muestra el recalentamiento produjo un aumento del déficit en cuenta corriente. Como se prevé en los modelos de economía abierta, la cuenta corriente se deterioró al aumentar los coeficientes inversión/PIB y consumo/PIB. A este respecto, la crisis de Asia ha demostrado que el consumo excesivo es tan problemático como la inversión excesiva. La inversión de baja calidad produce graves problemas de vulnerabilidad económica pues no contribuye a la futura capacidad productiva ni al reembolso de la deuda externa. La baja productividad de la inversión se debió a la falta de supervisión y regulación del sector financiero que, además, se caracterizaba por la mala gestión del riesgo y problemas en el otorgamiento de préstamos. En estas circunstancias y en vista de la mala gestión empresarial y el riesgo moral en los sectores financiero y empresarial, tanto el capital que entró en el país como el cuantioso ahorro interno no se invirtieron ni se administraron eficientemente (Adams y otros, 1998).

Efectos de la afluencia de capital en el sector financiero y ciclos de prosperidad y depresión. Los flujos de capital afectan el sistema financiero que sirve de intermediario, y tienen dos importantes efectos en el sistema bancario nacional. Primero, en el marco de un régimen de paridad fija, el déficit cuasifiscal —que incluye las transacciones financieras del banco central y otras instituciones financieras que desempeñan las mismas funciones que los impuestos y las subvenciones— aumenta al aplicarse una política de esterilización monetaria en virtud de la cual se venden bonos internos y se compran divisas que devengan tasas de interés más bajas. Segundo, la vulnerabilidad del sistema financiero podría aumentar al producirse un incremento del otorgamiento de préstamos que exacerbaría el desfase de los plazos de vencimiento entre los activos y pasivos bancarios y reduciría la calidad de los préstamos. En general, la afluencia de capital se ha traducido en un aumento del crédito bancario, y la vulnerabilidad del sector financiero se ha visto intensificada por una rápida alza de los activos, que ha resultado insostenible.

Las distorsiones microeconómicas pueden agravar los efectos negativos de los flujos de capital sobre la economía. Por consiguiente, en un país en desarrollo con un ritmo de crecimiento aceptable antes de la crisis puede registrarse una fuerte disminución de la actividad después de la crisis. En particular, el ciclo de prosperidad y depresión puede ser exacerbado por la rigidez de los precios y salarios, la asimetría de la información en el sector bancario y a nivel internacional, la supervisión y regulación inadecuadas de las instituciones

financieras, los mercados de capital poco desarrollados, y las reformas, independientemente de que sean creíbles o no.

Cabe señalar que algunos países han logrado eludir la mayoría de los síntomas del recalentamiento macroeconómico; no todos los países que experimentaron una expansión del crédito terminaron en un debilitamiento del sistema financiero; además, el ciclo de prosperidad y depresión ha tenido diferente alcance en cada país. En consecuencia, es importante determinar de qué manera estos países evitaron las consecuencias de la afluencia de capital.

Políticas adoptadas y enseñanzas adquiridas

Las autoridades pueden adoptar medidas anticíclicas (política monetaria, flexibilidad del tipo de cambio nominal, y política fiscal), políticas estructurales (política comercial, supervisión bancaria, y regulación) y controles de capital (incluida la promoción de salidas brutas). Sin embargo, ninguna política puede garantizar el mejor uso del capital ni la afluencia más sostenida. El éxito de las políticas adoptadas ha variado de un país a otro y no ha dependido de un solo instrumento. Varios factores determinan qué políticas son más apropiadas en un país, incluidos los resultados obtenidos en la lucha contra la inflación, el nivel de apertura de la economía al comercio exterior, la situación de las finanzas públicas, el tamaño y liquidez del mercado de capitales interno, la solidez de los bancos nacionales, la flexibilidad de la política fiscal, y la calidad del marco normativo y de supervisión para el sector financiero.

La experiencia adquirida en varios países indica que existen importantes vínculos entre las políticas. Primero, éstas pueden tener efectos imprevistos en la composición de los flujos de capital que llegan al país. En particular, una combinación de tipo de cambio fijo, intervenciones esterilizadas, y ausencia de controles de capital probablemente se reflejarán en un volumen máximo de entradas de capital a corto plazo. La experiencia de México en 1990–93 y la de Tailandia en el período anterior a la crisis de 1997 ofrecen un buen ejemplo de los efectos imprevistos que puede tener esta combinación de políticas. Segundo, la interacción de las políticas puede llegar a reducir la eficacia de cada una de ellas. Por ejemplo, los grandes diferenciales de tasas de interés que normalmente van unidos a la esterilización podrían crear un incentivo para eludir los controles de capital, el que, a su vez, podría contrarrestar el efecto de contracción de las políticas de esterilización (Reinhart y Reinhart, 1998).

Por lo tanto, es importante programar cuidadosamente la secuencia de las políticas al tratar de mitigar los riesgos vinculados a la afluencia de capital. Las políticas exitosas han incluido medidas de política monetaria en la etapa inicial del período de afluencia. Sin embargo, al persistir las corrientes de capital, haciéndose evidentes los costos vinculados a los diferentes tipos de esterilización, los países comenzaron a valer de la flexibilidad del tipo de cambio nominal. En varios casos, los costos relacionados con la apreciación del tipo de cambio real fueron mitigados mediante la imposición de



Alejandro López-Mejía,
economista en la
División del Hemisferio
Occidental del Instituto
del FMI.

controles de capital para limitar el volumen de la afluencia y ampliar los plazos de vencimiento. Si bien los datos no son concluyentes, en Chile, Colombia y Malasia los controles aparentemente tuvieron el efecto deseado de ampliar los plazos de vencimiento. Éste es un resultado importante pues los plazos de vencimiento muy cortos han constituido un elemento determinante de la inestabilidad y la inversión de las corrientes de capital durante las crisis de México y Asia.

Cuando hay fuerzas estructurales que impulsan la afluencia de capital, la restricción del gasto público adquiere importancia crucial. Ésta permite evitar los costos relacionados con las diferentes políticas de esterilización. Además, sirve como sustituto de la flexibilidad del tipo de cambio y de este modo limita la apreciación del tipo de cambio real. Pocos países se

han valido de la política fiscal puesto que, en general, ésta no ofrece la flexibilidad necesaria para afrontar las fluctuaciones de los movimientos de capital. Sin embargo, en los países que han adoptado una política fiscal más restrictiva se ha observado una depreciación del tipo de cambio real y una aceleración del crecimiento económico.

La restricción fiscal puede cumplir un papel muy beneficioso como instrumento de estabilización a corto plazo, y una política fiscal de moderación reviste importancia fundamental en los países que están avanzando en la integración financiera. En los períodos de amplia integración financiera, la orientación y magnitud de las corrientes de capital dependen en gran medida de la percepción que los inversionistas tienen de la solvencia del sector público y limitan la flexibilidad fiscal durante los períodos de afluencia de capital. Además, en períodos de inestabilidad de los flujos de capital, la adopción preventiva de una política fiscal restrictiva puede contribuir a proteger la integridad del ingreso y el gasto básicos tras una crisis macroeconómica. Incluso si es necesario adoptar una política fiscal aún más restrictiva al producirse flujos de capital cuantiosos e inestables, los cambios necesarios serán menores si el gobierno ya ha adoptado una política restrictiva con carácter precautorio. Esto ayudará al gobierno a evitar grandes ajustes de los impuestos y los programas de gasto, que podrían obstaculizar el logro de sus objetivos económicos y sociales. **F&D**

Este artículo se basa en un estudio reciente del autor: "Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses", documento de trabajo WP/99/17 (Washington: Fondo Monetario Internacional, 1999).

Referencias:

Adams, Charles, Donald Mathieson, Garry Schinasi, Bankim Chadha y otros, 1998, *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Policy Issues* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Banco Mundial, 1997, *Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration* (Nueva York: Oxford University Press).

Reinhart, Carmen y Vincent Reinhart, 1998 "Some Lessons for Policy Makers Who Deal with the Mixed Blessing of Capital Inflows", en *Capital Flows and Financial Crises*, edición a cargo de Miles Kahler (Ithaca, Nueva York: Cornell University Press).