

El presente ensayo ha sido traducido del artículo publicado en inglés, con el título *Capital flows: causes, consequences and policy responses*, por el Centro de Estudios de Banca Central, del Banco de Inglaterra, en la serie *Handbooks in Central Banking*, nº 14, Londres EC2R 8AH, diciembre de 1997. Los autores y el Centro de Estudios de Banca Central no se responsabilizan por la exactitud de la traducción en español de este trabajo, cuya venta está prohibida en todo o en parte, ya sea como folleto individual o mediante su inclusión en otra publicación. © *Copyright in English language, Bank of England.*

Documento de distribución gratuita y exclusivo para los miembros asociados y colaboradores del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).

ENSAYOS

Flujos de capital: causas, consecuencias y respuestas de política

Glenn Hoggarth y Gabriel Sterne

66

Primera edición, 2002

Derechos exclusivos en español reservados conforme a la ley

© Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 2002

Durango n° 54, México, D. F., 06700

Prohibida su venta

Impreso y hecho en México

Printed and made in México

Sumario*

Los flujos de capitales han desempeñado un importante papel en la promoción del crecimiento de muchas economías en desarrollo y en transición. Empero, también han sido asociados con la volatilidad en las variables que los bancos centrales usan como metas de política monetaria, tales como el crecimiento monetario, el tipo de cambio y la inflación. Este *Manual* crea un marco para el análisis de los flujos de capital, y discute las circunstancias en que los diferentes tipos de flujos pueden traer beneficios y costos.

Muchos flujos de capital constituyen una respuesta (a veces rápida) a los cambios en la forma en que los inversionistas perciben la evolución interna de una determinada economía. El *Manual* arguye que identificar la causa de las afluencias es muy importante para determinar una respuesta de política apropiada. Ese análisis puede ser realizado en el contexto de una evaluación general de lo cercana que está la economía del equilibrio interno y externo. Las preguntas clave que deben hacerse ante los flujos de capital son: “¿Está siendo valorado apropiadamente el tipo de cambio?” “¿Qué puede hacerse para compensar cualquier exceso de demanda en la economía?”, y finalmente: “¿Es la inestabilidad financiera causa de preocupación?” La respuesta de política apropiada depende de las contestaciones que se den a esas preguntas. El *Manual* evalúa las diversas opciones de política disponibles en el contexto de la experiencia de una extensa serie de países.

1. Introducción

Los flujos de capital financiero han contribuido a expandir el potencial productivo de muchas economías emergentes.¹ Sin embar-

* Los autores expresan su agradecimiento a David Barker, Jag Chadha, Alec Chrystal, Maxwell Fry, Simon Gray, Lionel Price, Tony Latter y Tony Yates por sus útiles comentarios.

¹ El término flujos de capital usado en este documento se refiere a los movimientos de capital financiero más bien que físico. Frecuentemente el capital físico también se mueve entre países como resultado de los flujos financieros. Los

go, los beneficios económicos han solido ser acompañados por una serie de dilemas de política. Una vez que las cuentas de capital han sido liberalizadas, las expectativas de futuros rendimientos por parte de los inversionistas constituyen uno de los principales determinantes de los movimientos de capital a través de las fronteras, y estas expectativas pueden cambiar muy rápidamente. En esta forma, los flujos de capital financiero pueden ser asociados con la volatilidad en las variables que los bancos centrales usan como metas intermedias o finales de política: las mismas incluyen el tipo de cambio, las reservas o tenencias de divisas, los agregados monetarios, y la inflación. La inestabilidad monetaria y financiera en las recién industrializadas economías de Asia Sudoriental en 1997 son los últimos ejemplos. Las afluencias de capital a corto plazo también pueden ser asociadas con la preocupación por la fragilidad del sistema financiero.

El propósito de este *Manual* consiste en desarrollar la comprensión de los flujos financieros. El *Manual* sugiere un marco para analizar los flujos de capital y evaluar las circunstancias en que los bancos centrales pueden adoptar políticas para contrarrestar los efectos de esos flujos, las afluencias en particular.

2. Recientes tendencias en los flujos de capital

El capital financiero del sector privado se ha vuelto cada vez más móvil entre los países industrializados a lo largo de las tres últimas décadas. En el decenio de los 90, la tendencia ha abarcado a las economías en desarrollo y en transición. Los inversores se sintieron atraídos por los mercados emergentes a causa de las tasas de rendimiento relativamente elevadas y la oportunidad de diversificar sus carteras de inversión. La liberalización de la cuenta de capital en muchos países ha permitido a los inversionistas internacionales aprovechar esas oportunidades.

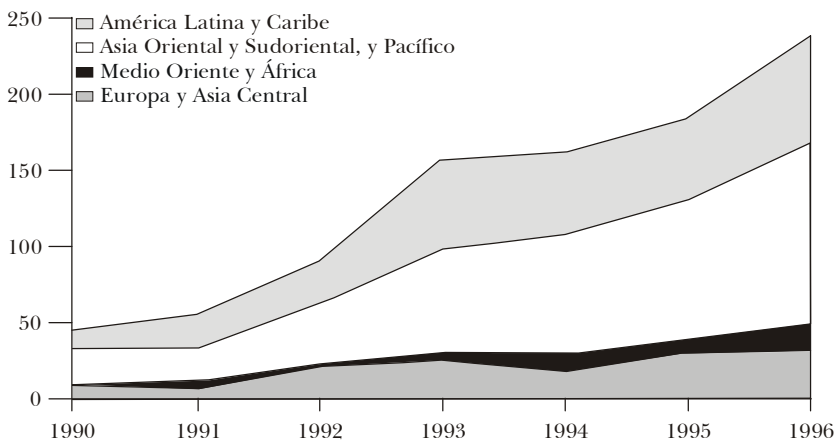
Las afluencias de capital del sector privado a las economías emergentes se incrementaron rápidamente de 44 400 millones de dólares estadounidenses en 1990 a 243 800 millones en 1996 (véase gráfica I).² Esto representa un promedio de incremento anual

movimientos de capital físico aparecen en la cuenta corriente de la balanza de pagos como importaciones o exportaciones de bienes de capital.

² Véase *Global Development Finance* (1997), Banco Mundial.

de flujos privados de 35%. Las afluencias a mercados emergentes son ahora tan elevadas como lo han sido durante varias décadas, si exceptuamos los primeros años de la década de los 80, cuando fueron comparables en tamaño, pero concentrados en América Latina (véase cuadro 1).³ La importancia relativa de los flujos emanados del sector privado se incrementaron rápidamente, para llegar a 86% de los flujos totales de capital en 1996.

GRÁFICA I. AFLUENCIA NETA DE CAPITAL PRIVADO, POR REGIONES EN DESARROLLO, 1990-96 (en miles de millones de dólares)



FUENTE: Banco Mundial, *Global Development Finance*.

Estos incrementos en los flujos de capital han sido compartidos por las diversas regiones geográficas, con excepción de África (gráfica I). El aumento más dramático ha sido en América Latina y Asia Sudoriental, incluida China. Los flujos hacia Europa Oriental y Asia Central (incluidas las antiguas economías soviéticas) se incrementaron de 10 000 millones de dólares en 1990 a 31 000 millones en 1996, aunque como porcentaje de los flujos totales del sector privado a las economías en desarrollo, su parte declinó de 27% a 15% durante el periodo. Estas afluencias han sido muy grandes en relación con el PIB en la República Checa y Hungría. Las afluencias netas de capital en 1993-95 a los países en transición de Europa Central (Repúblicas Checa y Eslovaca, Hungría,

³ Los flujos de capital fueron también relativamente elevados en la era del patrón oro (1867-1931).

Polonia y Eslovenia) representaron 6% del PIB contra el 3.2% de Asia entre 1989-92.

CUADRO 1. FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO A PAÍSES EN DESARROLLO 1973-1976 (promedios anuales, en miles de millones de dólares estadounidenses)

	<i>Total</i> 1973-88	<i>Total</i> 1989-96	<i>De los cuales:</i>		
			<i>Inversión di- recta neta</i>	<i>Inversión neta de cartera</i>	<i>Otras</i>
<i>Total en desarrollo</i>	15.6	119.2	47.9	44.1	27.5
Mundo					
África	2.9	7.4	2.7	-0.1	4.9
Asia	9.9	49.9	28.7	5.7	15.7
Medio Oriente y Eu- ropa	-9.1	23.3	1.2	12.9	9.2
América Latina	11.9	38.6	15.3	25.6	-2.3

Fuente: FMI, *World Economic Outlook*, mayo de 1996, mayo de 1997.

NOTA: "Europa" aquí consiste en Turquía, Chipre y Malta.

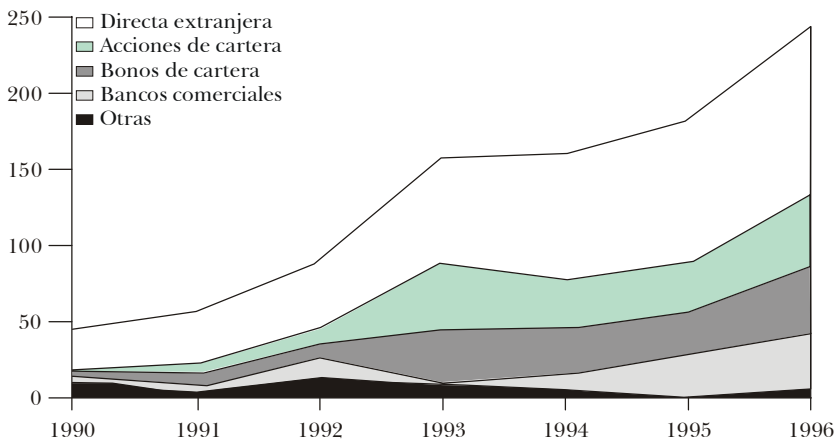
Globalmente, los incrementos en flujos de capital han sido también compartidos en términos generales por las diferentes categorías (gráfica II).⁴ Se han registrado fuertes aumentos en todas las formas de flujos privados, incluidas las inversiones directas y de cartera, y los flujos bancarios, si bien la experiencia varía por país y fuente; depende del desarrollo económico y financiero, y de la existencia de controles de capital. Por ejemplo, en China, la inversión directa neta de 31 800 millones de dólares en 1994 constituyó casi el total de los flujos de capital netos identificados de 33 000 millones (6,5% del PIB). En México, en 1994, dos tercios de la afluencia total fue inversión neta de cartera. Las afluencias en el Medio Oriente también han consistido en gran medida inversiones de cartera y a corto plazo ("y otras"), más bien que inversiones directas extranjeras (FDI).

3. Ahorro, inversión y crecimiento

Los formuladores de política están interesados en el impacto que los flujos de capital financiero pueden causar en cierto número de variables que afectan a la economía, tales como:

⁴ Los distintos tipos de flujos de capital se definen en el capítulo 4.

GRÁFICA II. FLUJOS AGREGADOS DE CAPITAL PRIVADO NETO A PAÍSES EN DESARROLLO, POR TIPO, 1990-96 (en miles de millones de dólares)



FUENTE: Banco Mundial, *Global Development Finance*, 1997.

- inversión interna total;
- ahorro interno;
- la balanza en cuenta corriente;
- crecimiento del producto y del empleo;
- inflación y precios de activos

Los flujos de capital financiero pueden estar asociados tanto a los incrementos como a los decrementos en estas variables. Los efectos de estos flujos sobre la economía real dependen de las razones que determinaron su ingreso en la economía, y qué uso se les dará una vez en ella. Esta sección usa identidades de cuentas nacionales simples para crear un marco que permita analizar el papel macroeconómico de las afluencias de capital.

La identidad-ecuación de la balanza de pagos (1), más abajo, dice que si un país compra más bienes y servicios del exterior de los que vende, el déficit en cuenta corriente resultante (CA), debe ser financiado por una o más de las medidas siguientes:

- préstamos del exterior (una afluencia de capital neto (NKI))
- venta de activos internos o extranjeros (asimismo, una afluencia de capital neto)
- venta de algunas de sus reservas de divisas (ΔR).

(1) Déficit $CA = NKI - \Delta R$ (identidad de balanza de pagos)

La identidad del ingreso nacional nos indica que un déficit en

CUADRO 2. CRECIMIENTO DEL PIB, INVERSIÓN, AHORRO Y CUENTA CO-RIENTE

<i>Promedios anuales</i>	<i>Crecimiento del PIB real (%)</i>	<i>Inversión interna (% PIB) (A)</i>	<i>Ahorro interno (% PIB) (B)</i>	<i>Superávit en cuenta corriente (% PIB) (B) - (A)</i>
1970-79				
Países industriales	2.3	23.5	23.4	-0.1
Países en desarrollo:				
África	4.0	26.4	24.0	-2.4
Asia	5.6	20.8	18.7	-2.1
Corea	9.3	28.0	21.6	-6.4
Singapur	9.4	40.1	28.1	-12.0
Indonesia	7.7	18.5	20.5	2.0
Malasia	8.0 ^a	24.3	28.0	3.7
Tailandia	7.3	25.8	21.4	4.4
Hemisferio Occidental	5.9	23.5	22.8	-0.7
1980-89				
Países industriales	2.6	21.7	21.2	-0.5
Países en desarrollo:				
África ^b	2.4	21.8	21.3	-0.5
Asia	6.9	25.1	23.5	-1.6
Corea	8.0	30.2	31.2	1.0
Singapur	7.2	42.1	42.1	Nil
Indonesia	5.8	28.8	31.0	2.2
Malasia	5.7	30.6	33.1	2.5
Tailandia	7.2	29.5	26.0	-3.5
Hemisferio Occidental	1.9	21.1	22.9	1.8
1990-94				
Países industriales	1.9	20.2	20.5	0.3
Países en desarrollo:				
África	1.3	19.0	18.6	-0.4
Asia	7.4	28.4	28.8	0.4
Corea	7.6	36.7	35.8	-0.9
Singapur	8.3	35.6	48.0	12.4
Indonesia	6.9	35.0	36.3	1.3
Malasia	8.6	34.8	34.8	Nil
Tailandia	8.9	40.6	35.5	-5.1
Hemisferio Occidental	2.7	20.7	20.7	Nil

FUENTE: *Financial Statistics Yearbook*, del FMI, 1996

^a 1971-79. ^b 1990-93.

cuenta corriente significa que un país está gastando -en inversión interna (I) y consumo de bienes y servicios (C) – más que su ingreso nacional (PNB).

$$(2) \quad \text{Déficit } CA = I + C - PNB \quad (\text{identidad del ingreso nacional})$$

Combinando las ecuaciones (1) y (2) de arriba, las afluencias de capital neto del exterior se reflejarán en el consumo interno (C) más inversión (I) en el exceso del PNB y/o en la creación de reservas internacionales netas (ΔR).

$$(3) \quad NKI = (I + C) - PNB + \Delta R$$

Ahora, los ahorros nacionales brutos (S) pueden definirse como exceso de producción sobre consumo:

$$(4) \quad PNB - C = S$$

Entonces de (3) y (4):

$$(5) \quad NKI = I - S + \Delta R$$

De modo que las afluencias de capital están asociadas ya sea con un incremento de las reservas o un exceso de inversión sobre el ahorro (un déficit en cuenta corriente). Conforme a un tipo de cambio en flotación pura, las reservas no cambian y las afluencias de capital neto reflejan un exceso de inversión interna sobre el ahorro nacional.

En general es de esperar que las economías emergentes utilicen capital extranjero para financiar parte de sus necesidades de inversión, por lo que registran déficit en cuenta corriente. Como se observa en el cuadro 2, arriba, en los años de la década que se inició en 1970, Corea y Singapur (dos tigres asiáticos) invirtieron fuertemente y crecieron rápidamente, aunque las tasas de ahorro interno fueron prácticamente las mismas en promedio, como puede verse, a las de las economías desarrolladas. En consecuencia, estas economías registraron déficit en cuenta corriente.⁵ Para

⁵ A causa de la limitación de datos, en los cuadros 2 y 4, el producto interno bruto (PIB) y el ahorro interno son usados en lugar del producto nacional bruto (PNB) y el ahorro nacional. La diferencia entre ahorro interno y ahorro nacional es el factor neto del ingreso procedente del exterior. En algunos casos, particu-

el decenio de los 80, el desarrollo económico pasado significaba que era posible continuar con elevados niveles de inversión plenamente financiados a partir del ahorro interno. Las economías en rápido crecimiento del Asia Sudoriental, tales como Indonesia, Malasia y Tailandia, han incrementado notablemente en general sus tasas de inversión desde los años 70. Asimismo, la aguda alza de la inversión como proporción del PIB en Asia, desde los años 70, ha estado asociada con un mayor crecimiento del PIB (véase cuadro 2).

Los medios de financiamiento de los altos niveles de inversión, empero, han variado. Tailandia financió en parte su más elevada inversión por medio de déficit en cuenta corriente, que ascendieron a alrededor del 5% del PIB. Indonesia, en contraste, ha seguido financiando toda la inversión por medio del ahorro interno.

El equilibrio apropiado entre cuenta corriente y flujos de capital depende de factores específicos del país:

¿Cuáles son las percepciones de la capacidad del país para el servicio de la deuda? A largo plazo, los déficits más elevados en cuenta corriente conducen a obligaciones externas superiores, que deben ser rembolsadas mediante mayores ingresos por exportación. La crisis monetaria de 1997 en Tailandia, que se extendió a otras economías asiáticas recién industrializadas, se originó en parte por considerar los mercados financieros que el tamaño del déficit en cuenta corriente se había tornado insostenible.

Los países sólo pueden sostener un déficit en cuenta corriente durante largo plazo, si la producción crece con suficiente rapidez para atender al servicio de la deuda. Así, para evitar que las obligaciones externas sobrepasen, digamos, el 40% del PIB (expresadas en dólares de EUA), el déficit en cuenta corriente no debe ser superior al 40% del crecimiento nominal del PIB. En el cuadro 3, se ilustra el caso en que el déficit en cuenta corriente es de 4% del PIB y la tasa de crecimiento del PIB en dólares de Estados Unidos es de 10%.⁶ Si la tasa de crecimiento fue de 5%, el déficit en cuenta corriente habría sido menor a 2% del PIB, a fin de evitar que la re-

laramente donde existe una gran cantidad de ingreso repatriado por parte de los nacionales que trabajan en el exterior, este ingreso puede ser cuantioso con relación al ahorro interno.

⁶ Una relación obligaciones extranjeras/PIB de 40% constituye un límite razonable, si bien la cifra es algo arbitraria.

lación obligaciones extranjeras/PIB se elevara por encima del 40% en el largo plazo.⁷

CUADRO 3. EJEMPLO SIMPLE DE ESTABILIDAD EN LA RELACIÓN OBLIGACIONES EXTERNAS/PIB

<i>Comienzo del periodo</i>	<i>Producción (dólares)</i>	<i>Tasa de crecimiento durante el periodo (dólares) (%)</i>	<i>Obligaciones extranjeras (dólares)</i>	<i>Obligaciones PIB (%)</i>	<i>Déficit máximo posible en cuenta corriente (dólares) sin que se produzca alza en la relación obligaciones/PIB</i>
1	100	10	40	40	4
2	110		44	40	

Si la relación déficit en cuenta corriente/PIB es superior a 40% del crecimiento nominal de la producción, entonces la relación a largo plazo de obligaciones extranjeras/PIB se elevará por encima del 40%. Si esto da por resultado problemas en el servicio de la deuda, entonces se requerirán menores déficit en cuenta corriente en el futuro para que la relación obligaciones/PIB retorne al 40 por ciento.

Este cálculo práctico puede ser complementado mediante datos específicos del país para mejorar la información sobre el nivel apropiado y la sostenibilidad del déficit en cuenta corriente. En 1997, el déficit en cuenta corriente de Tailandia y la República Checa fluctuó entre el 8%-10%, antes de que las monedas se vieran obligadas a devaluarse. Lo que es más, el crecimiento de las exportaciones se tornó lento y el tipo de cambio real se estaba apreciando, lo cual sugería que iban a continuar fuertes desequilibrios a mediano plazo. Estos factores pudieron contribuir a las salidas de capital experimentadas por estas economías en 1997.

¿Qué financian las afluencias, el consumo o la inversión? No existe una norma de carácter general, según la cual las afluencias de capital que financian la inversión son “mejores” o “peores” que las afluencias que financian el consumo. Sin embargo, muchos economistas (que citan como prueba el desempeño de las economías de Asia Oriental durante las tres últimas décadas) sugieren

⁷ Fry (1995, páginas 205-273) comenta las dinámicas de los déficit en cuenta corriente y la acumulación de deuda extranjera.

que las afluencias de capital que van asociadas a una creciente participación en el *PNB* son, a largo plazo, probablemente más benéficas para la economía.

A principios de los años 90, las afluencias que registraron las economías asiáticas habían estado generalmente asociadas con una alza en la participación de la inversión interna en el PIB. En contraste, las afluencias a la América Latina y, en menor medida, a Europa Central y Oriental, estuvieron acompañadas por un aumento en la participación del consumo interno (*C*), particularmente en el consumo gubernamental. La participación de la inversión interna en el PIB declinó en Rusia, si bien se elevó en Hungría, Polonia y particularmente la República Checa (véase cuadro 4). De hecho, el notable incremento en el déficit en cuenta corriente de la República Checa en 1996, reflejó un gran aumento

CUADRO 4. AHORRO INTERNO E INVERSIONES EN RELACIÓN CON EL PIB (%), EN PAÍSES EN TRANSICIÓN SELECCIONADOS QUE ENCARAN AFLUENCIAS DE CAPITAL, 1992-96

	1992	1993	1994	1995	1996
República Checa					
Ahorro	N/A	20.2	20.1	23.3	22.9
Inversión	N/A	18.4	20.4	27.8	30.9
Balanza en cuenta corriente ^a	N/A	1.8	-0.3	-4.5	-8.0
Hungría					
Ahorro	14.9	11.2	15.0	N/A	N/A
Inversión	15.2	19.4	21.5	N/A	N/A
Balanza en cuenta corriente ^a	-0.3	-8.2	-6.5	N/A	N/A
Polonia					
Ahorro	17.2	16.5	16.9	18.5	N/A
Inversión	15.7	15.5	15.9	18.3	N/A
Balanza en cuenta corriente ^a	1.5	1.0	1.0	0.2	N/A
Rusia					
Ahorro	51.6	37.8	30.9	32.4	30.9
Inversión	34.7	27.1	25.5	23.2	23.2
Balanza en cuenta corriente ^a	13.7	7.7	4.6	4.3	5.3
Discrepancia estadística	3.2	3.0	0.8	4.9	2.4

FUENTE: *Financial Statistics Yearbook* 1997, FMI.

^a De bienes y servicios.

en la inversión, más bien que en el consumo. Esta alza, sin embargo, resultó insuficiente para evitar las grandes salidas de capital en 1997.

Las recientes grandes afluencias de capital hacia muchos mercados emergentes han estado acompañadas en la mayoría de los casos de incrementos sólo parciales en los déficits en cuenta corriente (la diferencia entre inversión interna y ahorro). Así, las reservas han aumentado, a veces considerablemente. En las postrimerías de los años 80, las autoridades de Taiwán y Singapur resistieron la apreciación del tipo de cambio: las grandes afluencias acompañaron fuertes *excedentes* en la cuenta corriente. El resultado fue un incremento masivo de las reservas de divisas (véase Glick y Moreno [1994]).

Cualquier aumento de las reservas internacionales implica que un banco central no se ha mostrado dispuesto a que su tipo de cambio se aprecie plenamente, a fin de reducir la demanda de moneda interna. Entre los países en transición, las reservas internacionales (expresadas en dólares de Estados Unidos) se incrementaron en forma particularmente dramática en 1994 y 1995 en China, seguida de Polonia, la República Checa y Rusia (cuadro 5). El incremento de las reservas internacionales en Rusia en 1995 se debió a la combinación de un gran superávit en cuenta corriente y la terminación de las salidas netas de capital a corto plazo. En Polonia también, un excedente en cuenta corriente fue el principal factor subyacente en el aumento de las reservas. Con relación a las importaciones, las reservas se elevaron rápidamente en muchas de esas economías en 1995. Polonia fue el único país donde se registraron nuevos incrementos sustanciales en 1996.

El alza de las divisas en varios países ha sido en años recientes un efecto del ingreso de capitales más bien que de los superávits en cuenta corriente. En algunos países esto suscitó la preocupación en cuanto a si podrían ser rembolsados los préstamos obtenidos del exterior. En México, a fines de 1993, un año antes de la crisis financiera, las reservas internacionales parecían ser adecuadas, pues sumaban 25 000 millones de dólares de Estados Unidos. Sin embargo, era una cantidad insuficiente para cubrir la deuda a corto plazo que ascendía a 27 000 millones de dólares (casi 25% de la

⁸ La República Checa recibió una afluencia de capital de 18.5% del PIB en 1995.

deuda extranjera). ‘Las reservas disponibles’ en el cuadro 5 definen la cantidad de reservas internacionales de países en transición por arriba de las necesarias para cubrir la deuda a corto plazo. A fines de 1994, únicamente Rusia tenía una deuda a corto plazo que sobrepasaba sus reservas internacionales.

CUADRO 5. RESERVAS INTERNACIONALES (EXCLUIDO EL ORO) DE ECONOMÍAS EN TRANSICIÓN SELECCIONADAS, 1994-96

	Cambio en la reservas (millones de dólares)			Meses de cobertura de importaciones ^a			Memorando: meses de im- portaciones en tenencias disponibles ^b
	1994	1995	1996	1994	1995	1996	1994
China	30.5	22.5	N/A	5.5	7.0	N/A	3.9
Croacia	0.8	0.6	0.4	3.2	3.2	4.2	2.8
Eslovenia	0.7	0.3	0.5	2.5	2.3	3.0	2.3
Estonia	Nil	0.1	0.1	2.9	N/A	2.4	2.9
Hungría	Nil	5.2	-2.3	5.7	9.6	7.0	3.7
Letonia	0.1	Nil	0.1	4.8	3.3	3.2	4.8
Lituania	0.1	0.2	0.0	2.5	3.1	2.2	2.5
Polonia	1.7	8.9	3.1	3.3	6.1	8.0	2.8
República Checa	2.3	7.7	-1.5	4.7	6.3	5.4	2.5
República Eslovaca	1.3	1.7	0.1	3.0	4.6	3.8	1.6
Rumania	1.1	-0.7	N/A	3.5	2.2	N/A	1.9
Rusia	-1.8	10.4	-3.1	1.0	3.0	2.0	-1.4

FUENTE: Reservas internacionales, *International Financial Statistics* del FMI; deuda a corto plazo, *World Debt Tables*, volumen 2, 1996, del Banco Mundial.

^a Reservas divididas por el valor promedio de un mes de importaciones de bienes en el año en cuestión. ^b Reservas internacionales menos deuda a corto plazo.

Algunas medidas sobre la adecuación de las reservas, tales como la cobertura de las importaciones, apenas proporcionan información acerca de la capacidad para resistir cualquier rápida reversión de la confianza en la economía.⁹ Eso no obstante, la cobertura de importaciones ha continuado siendo usada extensamente, ya que no se dispone de alternativa clara que relacione la adecuación de las reservas con la salida potencial de capitales. Cada vez en mayor medida, los bancos centrales y las instituciones financieras internacionales se dedican a monitorear los cambios en los venci-

⁹ La cobertura de importaciones se mide generalmente como reservas brutas expresadas en términos de meses de importaciones de bienes y servicios no factoriales.

mientos y la distribución monetaria de los activos del sector privado interno como indicadores de la vulnerabilidad del país a la salida de capitales.

4. Costos y beneficios de los diferentes tipos de flujos de capital

Las afluencias de capital ocurren cuando los agentes internos o externos adquieren activos internos con activos extranjeros.¹⁰ Las clasificaciones internacionales estándar dividen los flujos de capitales en tres amplias categorías, que hasta cierto punto son arbitrarias:

- inversiones extranjeras directas (FDI) son las que ocurren cuando un no residente adquiere una participación de al menos 10% en una empresa interna (o cuando incrementa esa participación);
- inversiones de cartera, que incluyen compras de títulos y de participaciones en acciones. Asimismo incluye derivados financieros comerciables;
- “otros”, los flujos de capitales incluyen instrumentos no comerciables (por ejemplo, préstamos y depósitos, créditos comerciales y pagos atrasados de deuda vigente).

La política en muchas economías revela una preferencia de ciertos flujos sobre otros. Por ejemplo, la inversión directa suele ser favorecida con relación a los préstamos a corto plazo. Los siguientes puntos ilustran la motivación para determinadas políticas discriminatorias. Asimismo destacan varios argumentos en contra que pueden debilitar el caso para la discriminación en el tratamiento de los flujos.

a) El deseo de atraer flujos que se sumen al acervo de capital productivo de una economía

Las afluencias destinadas a inversiones son a menudo consideradas preferibles a las que se utilizan en el consumo. Las FDI pueden ser atractivas, puesto que a menudo existe un vínculo directo entre la afluencia de capital financiero y nuevas plantas y maquinaria. Lo que es más, con ellas suelen venir a menudo la tecnolo

¹⁰ Los mismos pueden incluir individuos, empresas, organizaciones gubernamentales o multilaterales.

gía extranjera y las capacidades de gestión, lo que promueve mayor productividad y el crecimiento de las exportaciones. En contraste, las afluencias a corto plazo y algunas otras han estado a veces asociadas con un exceso de consumo; así, el alza del consumo en América Latina en los últimos años 80 parece que fue insostenible.

Empero, existen varias razones para ser prudentes en la afirmación de que la FDI probablemente se sumará al acervo de capital de la nación:

- La FDI, en algunas circunstancias, puede no ser más que un mero sustituto de inversión, que de otro modo hubiera sido financiado localmente; en ese caso simplemente sustituye al ahorro interno.
- La FDI incluye las compras de propiedad residencial; esto puede reflejarse en una alza de los precios de propiedad nacional, más bien que en la actividad económica.
- La FDI puede constituir la adquisición de una firma nacional existente (por ejemplo, su privatización) y así estar acompañada por cualquier formación inmediata de capital.
- En algunas circunstancias, la inversión de cartera o a corto plazo pueden ser la mejor forma de financiar sus planes de inversión por parte de las empresas nacionales (véase más abajo).

Lo que es más, las afluencias que financian el consumo pueden, en determinadas circunstancias constituir el curso óptimo a seguir para incrementar la utilidad económica en la economía. Este puede haber sido el caso en las economías centralmente planificadas, donde el consumo previamente estaba restringido. En Rusia, por ejemplo, el incremento en los préstamos del país se ha reflejado en un agudo incremento (privado y público) en el consumo, con relación al PIB, en el periodo que va de la segunda mitad de 1992 a los dos tercios en 1995.

b) La deuda de un país se incrementa directamente sólo mediante afluencias de cartera que no incluyen acciones y “otros” flujos de capital

La FDI no incrementa directamente la deuda extranjera.¹¹ Así,

¹¹ Sin embargo, pueden incrementar la deuda indirectamente, si es atraída por garantías. La inversión directa también acrecentará la deuda si un préstamo de

para el país receptor, la FDI tiene la ventaja sobre la deuda de que los pagos de dividendos (contrariamente al interés de la deuda) pueden legítimamente caer si el proyecto fracasa. La otra cara de la moneda es que si los residentes internos cuentan con un proyecto del que se espera un elevado rendimiento, podrán tal vez retener una cantidad mayor de utilidades si emiten bonos o toman prestado de los bancos. Es así, porque los reembolsos sobre bonos son menos contingentes en su desempeño que los reembolsos sobre acciones (es decir, dividendos). Esta es una de las razones por las que en 1997 algunas firmas del sector petrolero ruso preferían emitir bonos.¹²

En mercados financieros más sofisticados, muchas grandes compañías utilizan una extensa serie de instrumentos financieros con el uso de acciones, bonos, préstamos bancarios y utilidades pasadas, lo que les permite financiar proyectos de fuentes internas y de no residentes. De este modo, las políticas que limitan ciertos flujos de capitales, a fin de crear estabilidad, pueden reducir las posibilidades de elección por parte de las compañías e incrementarles el costo del financiamiento.

c) Ciertos flujos pueden ser más reversibles que otros

A los formuladores de política les preocupa generalmente que los flujos de capital debieran ser de un tipo que no fuera susceptible de abandonar la economía a causa de un repentino cambio de modo de pensar. En el momento de invertir en una economía, los inversionistas extranjeros directos generalmente se propondrán involucrarse a largo plazo en la economía, en mayor medida que los inversores en depósitos bancarios a corto plazo y letras de la Tesorería.

Una pregunta clave entonces es, ¿por qué ciertas economías en algunos momentos reciben más flujos a corto plazo? Si es la percepción del alto riesgo lo que desalienta a los inversionistas y les impide tomar posiciones a largo plazo (el caso de Tailandia en 1997), la mejor solución es tratar los desequilibrios en las condi-

una empresa matriz a su subsidiaria en el extranjero se clasifica como FDI. No obstante, esta forma de endeudamiento puede o no ser contingente para el desempeño de la subsidiaria local.

¹² Pudieron tomar en consideración la venta de bonos, ya que las reservas de petróleo actuaban como garantía, una opción con la que no contaban muchas firmas en las economías en desarrollo.

ciones monetarias y en el sistema financiero. Puede que a veces esto resulte difícil de realizar rápidamente y, en tales casos, es posible que se justifique el establecimiento de controles sobre los flujos de capital a corto plazo, a fin de preservar la estabilidad.¹³

Las diferencias en el tipo de flujos de capital son importantes únicamente si existe un límite en el grado de sustituibilidad entre los tipos de capital. En algunas circunstancias, los mercados de capital interno pueden facilitar una rápida transformación de un depósito bancario extranjero a corto plazo en planta y maquinaria (y al revés nuevamente). Si esto fuese generalmente verdad, entonces no importaría mucho qué clase de capital fluye hacia la economía. Una cuestión importante es la magnitud de esa sustituibilidad.

Una circunstancia particular en que el capital puede devenir sumamente sustituible es aquella en que los inversionistas esperan una aguda caída en el valor internacional de su inversión. Si, por ejemplo, los inversores esperan una aguda depreciación en el tipo de cambio o la imposición de controles de capital, los incentivos para convertir activos internos en activos extranjeros serán muy grandes. La sustitución puede ocurrir entonces para muchas formas de capital. Por ejemplo, los propietarios extranjeros de una empresa interna pueden estar en posición de tomar prestada moneda interna mediante el empleo de la compañía como garantía, y luego convertir la moneda en activos extranjeros. En casos extremos (como el de México a principios de los años 90), una abrupta reversión puede amenazar la estabilidad del sistema financiero.

Si el sector privado pierde la confianza en la moneda interna, es posible que una vasta gama de capital financiero puede salir de la economía.¹⁴ La fuga incluye tanto activos de propiedad extranjera como nacional.¹⁵ En circunstancias extremas pueden presentarse poderosos incentivos para convertir en moneda extranjera la mayoría de la oferta del dinero nacional, así como varios otros activos

¹³ Otra circunstancia en que las economías reciben flujos a corto plazo es cuando los inversores toman posiciones sobre la base de los esperados sucesos que pueden sobrevenir en cuanto al tipo de cambio (véase más abajo).

¹⁴ La fuga de capitales puede ser más lenta, pero aun así significativa si existen controles de capital (por ejemplo, México a fines de los 80 o principios de los 90).

¹⁵ El FMI (1995) arguye que los residentes internos contribuyeron con el grueso de las salidas iniciales de capital en las primeras fases de la crisis de divisas mexicana de 1994. Las transacciones de residentes internos también desempeñaron un importante papel en las crisis monetarias checa y tailandesa de 1997.

financieros internos, tales como títulos y bonos. En circunstancias tan extremas las reservas de divisas pueden ser hechas desaparecer con mucha rapidez.¹⁶

d) Algunas afluencias son más fáciles de manejar que otras

Cuando un inversionista extranjero importa nueva maquinaria, la afluencia en la cuenta de capital es aproximadamente compensada uno a uno mediante un incremento en el déficit en cuenta corriente. El impacto directo en las reservas de divisas o la oferta monetaria de semejante transacción es limitado. Por contraste, las afluencias en que no hay un claro vínculo entre prestamista y usuario de fondos, crea un mayor problema para la política monetaria. Los flujos que intermedian el sistema bancario pueden o no terminar siendo absorbidos en gastos extra de consumo o inversión.

En situaciones de estabilidad monetaria y financiera frágil, los bancos pueden sentirse nerviosos acerca de las implicaciones de los flujos financieros a corto plazo. Si un no residente realiza un depósito en un banco interno y el banco lo convierte en activos internamente denominados, ello puede incrementar la exposición del banco a las alteraciones del tipo de cambio. En consecuencia, los grandes flujos de capital a corto plazo pueden acrecentar la importancia de la supervisión bancaria.

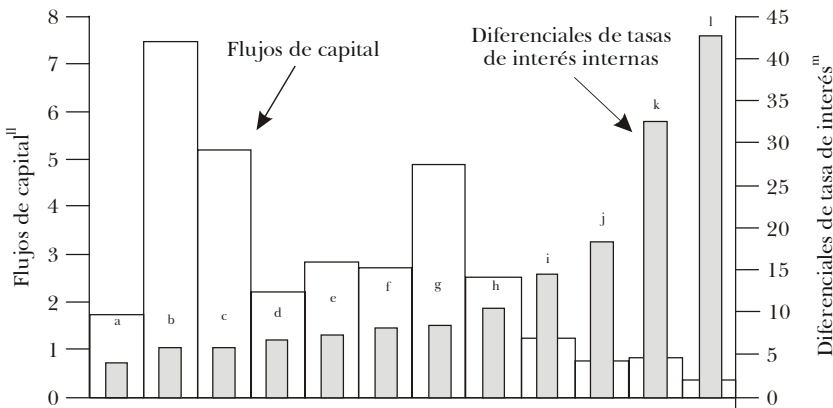
Una consecuencia benéfica de la liberalización de la cuenta financiera y de capital interna redundando generalmente en una mejora de la eficiencia del sistema financiero. En un sistema financiero eficiente, los ahorradores internos recibirán tasas de rendimiento internacionalmente competitivas, y los inversores estarán sujetos a presiones competitivas globales en términos de costo de los préstamos. El diferencial entre los préstamos en el mercado y las tasas de los depósitos (diferenciales de la tasa de interés interna) tenderá a hacerse menor. La grafica 3 ilustra la fuerte asociación entre las afluencias de capital y los diferenciales de las tasas de interés¹⁷ en las economías en transición. En el eje derecho figuran los dife-

¹⁶ De hecho, la especulación requiere que no haya una previa afluencia de capital. En la medida en que la moneda es manejada, cualquiera puede tomar posición contra la moneda, lo que es equivalente a una salida de capital, con el banco central teniendo que suministrar las divisas.

¹⁷ Tasas de préstamo bancarias comerciales menos tasas de depósito.

renciales de las tasas de interés a principios de 1997. Conforme a esta medida, los sistemas financieros internos más eficientes corresponden a Polonia, Hungría y la República Checa. La gráfica sugiere que esta eficiencia está asociada con previas afluencias de capital. Los países que liberalizan sus cuentas de capital tienden francamente a recibir mayores flujos de capital y sus diferenciales de tasa de interés son menores. A la inversa, la resistencia a ciertos flujos puede reducir la dinámica hacia el logro de una mayor eficiencia en el sistema financiero.

GRÁFICA III. DIFERENCIALES EN LAS TASAS DE INTERÉS BANCARIAS COMERCIALES Y LOS FLUJOS DE CAPITAL



FUENTES: *IFS*, varios números; y Banco Mundial, *Global Development Finance*, 1997.

^a Polonia. ^b Hungría. ^c República Checa. ^d Eslovaquia. ^e Albania. ^f Eslovenia. ^g Estonia. ^h Letonia. ⁱ Croacia. ^j Lituania. ^k Rusia. ^l Ucrania. ^{ll} Flujos de capital a largo plazo del sector privado por no residentes (% del PIB, promedio 1990-95). ^m Tasas de préstamo bancario comerciales menos tasas de depósito, puntos de porcentaje por año, datos por país de 1996 y 1997.

Los comentarios hechos más arriba ilustran la dificultad de diferenciar la “calidad” de los flujos de capital por categoría estadística. Los flujos de capital son ocasionados por los cambios en las condiciones económicas. En cualquier categoría de flujos existen diversas causas de los flujos y una variedad de efectos sobre el sistema monetario y financiero. El análisis de estos cambios permite un juicio informado de los beneficios que reportan los flujos de capitales. Juzgar los flujos sobre la base de la categoría estadística que les corresponde será, por sí misma, raramente conclusiva.

5. Identificación de las causas e impacto de las afluencias de capital

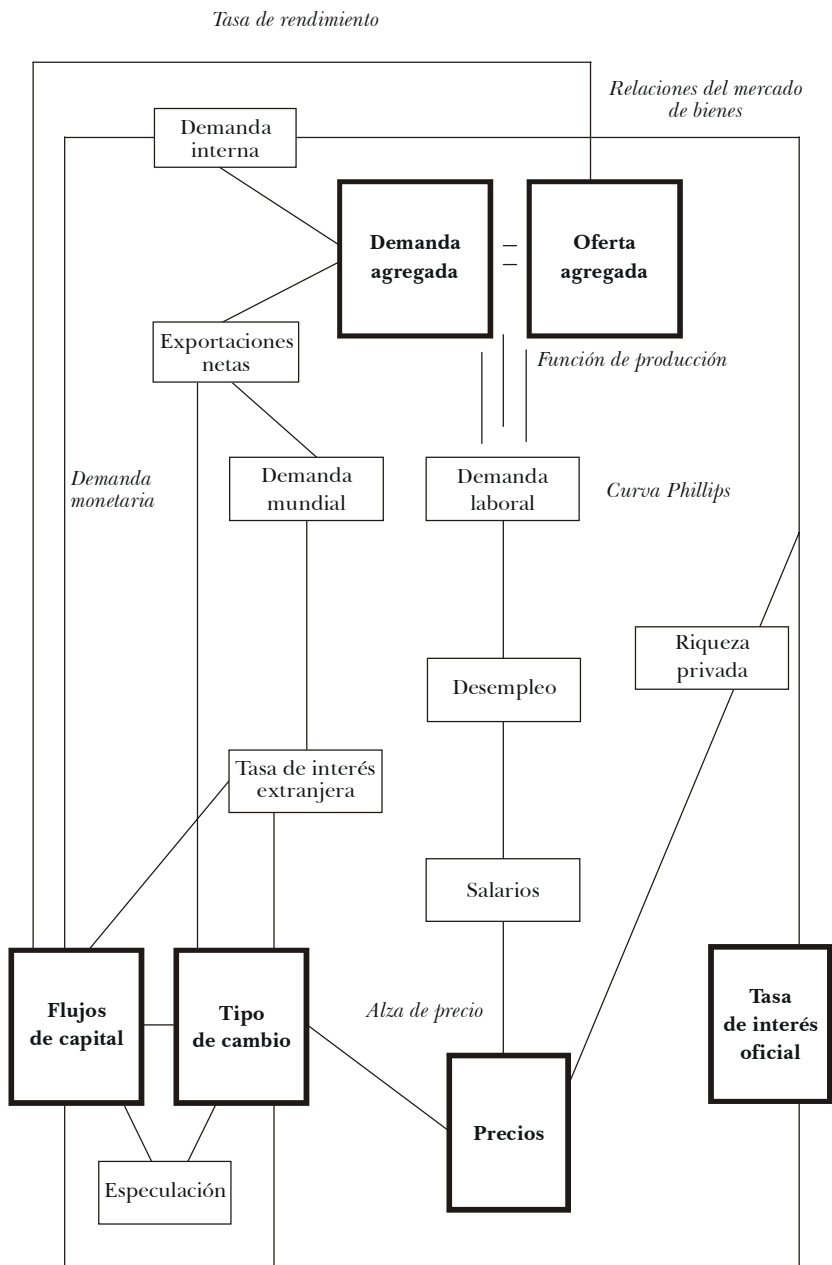
Las afluencias de capital ocurren cuando los inversores perciben que la tasa de rendimiento interno (con ajuste del riesgo) del país receptor se ha elevado con respecto a la tasa de rendimiento internacional.¹⁸ Así, los flujos de capitales constituyen una señal temprana de que las percepciones de las condiciones económicas internas han cambiado con relación a las del exterior. Los flujos de capital son generalmente una respuesta *endógena* a un suceso *exógeno* subyacente. Esta sección considera sucesos que conducen a cambios en las tasas de rendimiento relativas, y cómo dichos acontecimientos puede esperarse que afecten la economía interna. Una respuesta política apropiada depende no sólo de la comprensión de las causas subyacentes de los flujos de capital, sino también del conocimiento de su probable impacto sobre la economía.

La gráfica IV ilustra el papel de los flujos en una representación simplificada del mecanismo de transición. Las líneas sólidas ilustran los vínculos clave que forman un modelo macroeconómico estándar. En la parte superior figura la balanza entre demanda y oferta. En el fondo están los precios, cuya estabilidad es el objetivo final de la política monetaria para muchos bancos centrales, los cuales están vinculados por medio de relaciones en los mercados laborales y de bienes. Las tasas de interés oficiales afectan la inflación a través del impacto en la demanda interna y el tipo de cambio.

Los flujos de capital también son parte endógena de esta transmisión global de la política monetaria. Si la demanda es más elevada que la oferta se registrará una presión que elevará las tasas de interés y es posible que los flujos de capital se incrementen. El número de flechas que van y vienen del recuadro de “flujos de capital” reflejan la extensa serie de factores económicos que influyen en los flujos de capital. Estas líneas ilustran que los flujos de capital son influidos por los cambios en la demanda, el potencial de la oferta, y las condiciones externas y especulativas. A su vez, los flujos de capital pueden a su vez afectar la oferta agregada, por

¹⁸ Las tasas de rendimiento incluyen las de una variedad de activos. La inversión directa puede verse atraída por el rendimiento de activos físicos, mientras que las afluencias financieras pueden sentirse atraídas por los elevados rendimientos de los depósitos bancarios o de los valores gubernamentales.

GRÁFICA IV. FLUJOS DE CAPITAL EN UNA REPRESENTACIÓN SIMPLIFICADA DEL MECANISMO DE TRANSMISIÓN MONETARIO



ejemplo si transfieren tecnología e incrementan la tasa de rendimiento promedio. Pueden también afectar la demanda interna en caso de facilitar una mayor inversión o consumo de lo que hubiera sido la norma en otras circunstancias.¹⁹

a) Incremento en la demanda interna

La *liberalización financiera* puede permitir a firmas financieras y hogares previamente constreñidos a invertir y consumir más. Puede también provocar una alza en las expectativas acerca de los futuros ingresos y gastos. Los cambios en la *posición fiscal* también pueden afectar la demanda interna en el corto plazo. La *reforma económica* (por ejemplo, que ponga fin a los subsidios a ciertas empresas) puede implicar el desvío de recursos entre grupos con distintas propensiones a consumir.

Los aumentos en la demanda interna elevarán a su vez la demanda de dinero, y ejercerá presión para elevar las tasas de interés y el tipo de cambio. La creciente demanda contribuirá también a constreñir las condiciones del mercado laboral y a elevar los precios. Las afluencias de capital también contribuirán a satisfacer el incremento en la demanda de dinero, con lo cual se aliviará parcialmente la presión para que se eleven las tasas de interés. De manera similar, si las autoridades permiten la apreciación del tipo de cambio, ello implicará bienes extranjeros relativamente más baratos, de modo que los consumidores probablemente incrementarán su demanda de bienes extranjeros con relación a los bienes internos. Esta apreciación aliviará parcialmente las presiones sobre los bienes internos y los mercados laborales, y dará por resultado que los precios (y temporalmente, la inflación) sean inferiores a los que se tendrían si no se recibieran flujos de capitales.

Los factores que subyacen en los cambios de las tasas de rendimiento y los canales a través de los cuales atraen capital, incluyen:

b) Incremento en el potencial de oferta interno

La *reforma económica* de muchas economías en transición y en

¹⁹ Varias de las causas subyacentes de los flujos de capitales afectan a la vez el lado de la demanda y el de la oferta de la economía. La liberalización financiera, por ejemplo, puede impulsar las oportunidades de gastar una parte mayor de los ingresos que se tienen. Puede también mejorar los ingresos a largo plazo.

desarrollo primariamente dirigida a mejorar la eficiencia económica. Para muchas economías, este proceso ha mejorado el desempeño y la tasa de rendimiento, a través de lo que frecuentemente ha sido un abrupto camino.

Una *mejoría en los términos del intercambio*, como por ejemplo un aumento en el precio de un producto primario de exportación, elevará asimismo el rendimiento en la economía hogareña. *Las reformas del mercado laboral y la liberalización de los precios* puede mejorar la eficiencia económica y por consiguiente el potencial productivo. *Las importaciones de capital físico* y tecnología extranjera también en determinadas circunstancias elevarán asimismo el potencial de la oferta.

Los incrementos en el potencial de la oferta elevan la tasa de rendimiento del capital y atraen nuevos flujos. Estas afluencias pueden, a corto plazo, suministrar un vehículo por medio del cual los incrementos en el potencial de la oferta pueden ser logrados más rápidamente. Sin tales afluencias de capital, las tasas de interés tendrían que ser más altas para desalentar la inversión o estimular mayores ahorros internos. A mediano plazo, un aumento en la oferta será equiparado por una mayor elevación de los ingresos reales, de la demanda agregada y de la demanda de dinero.

c) Cambios en las condiciones externas

Una vez que los mercados de capital han sido liberalizados, el tipo de cambio y las tasas de interés internas se vuelven más sensibles a los cambios a corto plazo en las condiciones financieras externas. Si el tipo de cambio está vinculado (a otra moneda) se registrarán mayores fluctuaciones en el crecimiento monetario interno y las tasas de interés. Si el objetivo de política monetaria es establecer metas de crecimiento monetario interno o de las tasas de interés, se observarán más amplias fluctuaciones en el tipo de cambio.²⁰

En general, tasas de interés superiores extranjeras ejercerán presión para elevar las tasas de interés internas. Sin embargo, el

²⁰ A largo plazo, una política que trata de escudar a la economía de los flujos de capital puede resultar erosionada si los precios y las tasas de rendimiento se desvían mucho de las normas globales. En tales circunstancias, las políticas insulares pueden llevar a una mayor inestabilidad que la observada en las economías abiertas.

efecto neto de los cambios en las tasas de interés extranjeras en la economía interna depende de lo que los haya causado. *Una política monetaria laxa en el exterior* implica tasas de interés extranjeras inferiores, afluencias de capital, y la presión para que bajen las tasas de interés internas. Sin embargo, puede implicar también una demanda extranjera mayor de bienes internos, incrementadas presiones inflacionarias internas, y la necesidad de intensificar la política monetaria restrictiva.

Una *creciente productividad en el exterior* elevará las tasas de rendimiento extranjeras con relación a las tasas internas, lo que presionará para que se eleven las tasas de interés internas. Asimismo, elevará los ingresos en el extranjero, la demanda de exportaciones internas, y las presiones inflacionarias también internas.

Los factores internacionales pueden ser temporales o persistentes: por ejemplo, el continuo fortalecimiento del yen fue un importante factor para el incremento de la inversión directa japonesa en Asia Oriental desde fines de los años 80 en adelante. La declinación cíclica de la actividad económica y las subsecuentes reducciones de las tasas de interés en el mundo industrial a principios de los 90 hizo que los mercados emergentes resultaran más atractivos (al menos *temporalmente*) para la inversión de cartera y a corto plazo. Las reducciones en las tasas de interés en Estados Unidos a principios de los años 90 han constituido un importante factor que empujó los flujos hacia América Latina. La reducción de las tasas en Japón ha sido un importante factor que contribuyó a que los capitales afluyeran a Asia Oriental.

d) Una cuestión de oportunidad

Una gran proporción de los flujos de capital son una respuesta de adaptación a acontecimientos internos. Los flujos son parte de un ajuste a un nuevo equilibrio. La preocupación con los flujos, es que un ajuste repentino ejerza presiones sobre ciertas áreas del sistema económico y financiero.

Los mercados financieros reaccionan mucho más rápidamente que otros mercados a un suceso que modifica la tasa de rendimiento. Las grandes inversiones de fondos se concentran en un número relativamente pequeño de bancos y compañías. El proceso por el cual estos bancos extranjeros se deciden a asignar fondos de inversión ilustra por qué los flujos de capital reaccionan a una

tasa que puede resultar incómodamente rápida para los formuladores de política. La dirección de los flujos de cartera y a corto plazo dependen de la atención que se preste por parte de los inversionistas a los aspectos económicos fundamentales, así como a otros factores. En su decisión de invertir o no, los inversores fijarán su atención en los rendimientos deducidos los *impuestos*; el tipo de cambio a que deberán convertir de nuevo sus inversiones; y el riesgo de que tal vez no puedan reconvertir su dinero. Un importante objetivo de los inversionistas potenciales consiste en identificar mercados redituables antes que sus competidores. Los flujos, en consecuencia, pueden ser sumamente sensibles a efectos de “disparador” (*trigger effects*) de sucesos entre los cuales pueden incluirse:²¹

i) Sucesos que permiten a los inversores extranjeros hacer que sus rendimientos existentes sean mayores:

- introducción de una convertibilidad monetaria más holgada (República Checa y Eslovaquia aceptaron el Artículo VIII del FMI, en 1995, Polonia, en 1991-95);
- muchos países en desarrollo y en transición han abolido las restricciones sobre las inversiones extranjeras durante el pasado decenio.

ii) Sucesos que significan un paso más en el alza del incremento de la tasa de rendimiento ajustada al riesgo:

- agencias internacionales calificadoras de crédito, que otorgan grados de inversión (por ejemplo, Polonia 1994, Rusia, 1996);
- adopción de los programas del FMI (como se esperaba de Ucrania en la primera mitad de 1997); admisión en la OCED (República Checa, 1995).

Los acontecimientos determinadores o disparadores pueden implicar un importante incremento en las expectativas de actividad real futura y tasas de rendimiento. El tipo de cambio en equilibrio puede apreciarse.²² Si el tipo de cambio está flotando, puede

²¹ Véase Olsovsky y Matalik (1995) para una evaluación de las afluencias de capital a la República Checa.

²² El tipo de cambio en equilibrio es aquel que produce el equilibrio de la balanza de pagos y la balanza interna.

producirse un salto agudo en el tipo nominal. Si el tipo de cambio nominal es fijo, una repentina y gran afluencia de capital incrementará la reserva monetaria, lo que ejercerá una presión para que se eleven los precios y en consecuencia el tipo de cambio. En cualquier caso, para la mayoría de los países sólo se necesita que una pequeña proporción de fondos globales sea reasignada para producir una gran afluencia de capital en términos del PIB. Por ejemplo, la República Checa recibió una afluencia de 18.5% del PIB en 1995.

La creciente concentración de ahorro mundial en las manos de inversores institucionales ha acentuado la pronta respuesta de los flujos a tales sucesos determinantes. A pesar de las recientes crisis financieras en Asia Sudoriental, los gestores de fondos están más dispuestos a arriesgar una diversificación de activos de cartera con base en los países en desarrollo y en transición. Esto ha incrementado *permanentemente* el acervo de inversiones de cartera pendientes en las economías emergentes, y asimismo *temporalmente* el flujo de inversiones de cartera durante el periodo de cambio institucional.

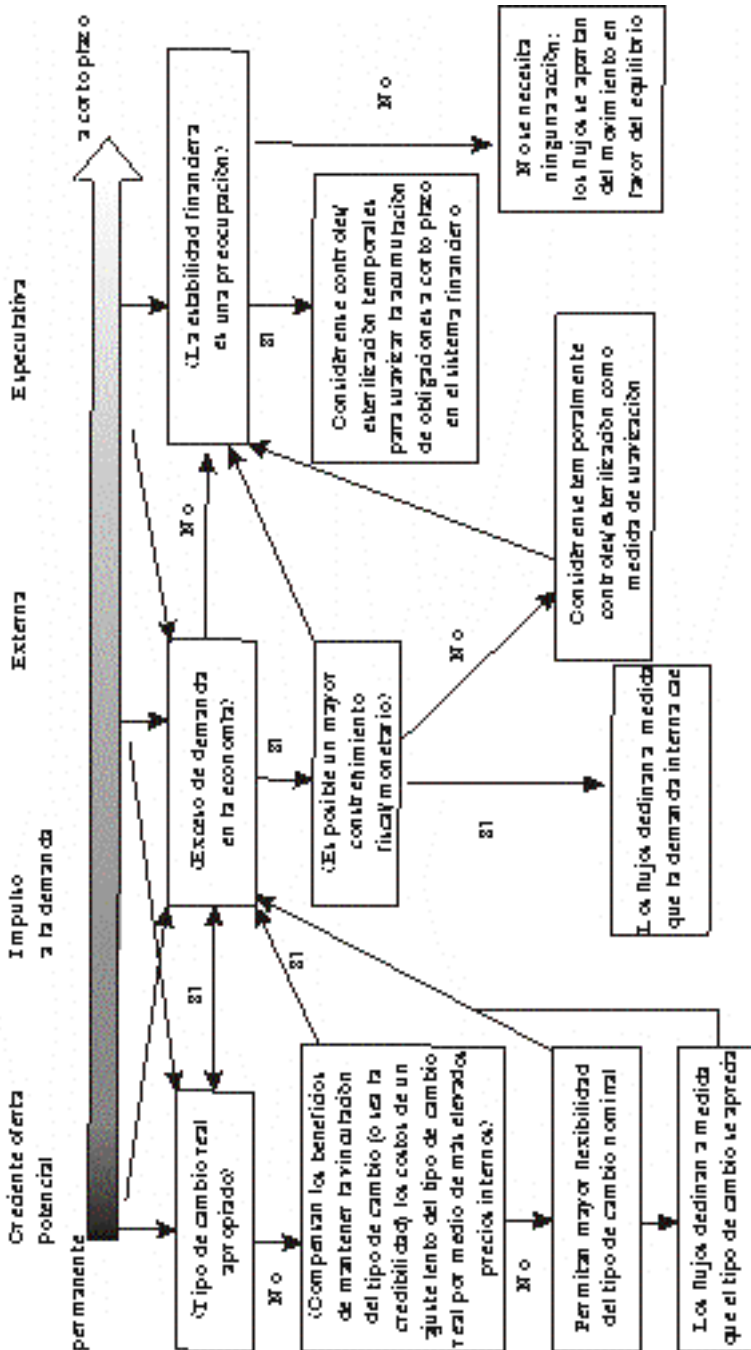
6. Respuestas políticas a la afluencia de capitales

Una cuestión clave de política con respecto a los flujos de capitales es la cantidad de ellos que se deben aceptar y que cantidad se debe resistir. La gráfica V ilustra una “red o árbol de distribución” para analizar los flujos de capital. En la parte superior del árbol figuran cuatro fuentes de flujos de capital. Incluyen los cambios en las condiciones de oferta que tienen más probabilidades relativamente de ser permanentes que los cambios en la demanda y las condiciones externas.²³ En la práctica, esos cambios pueden tener repercusiones durante un periodo lo suficientemente prolongado como para afectar cualquier meta intermedia de dinero interno y por lo tanto requerir cambios en los instrumentos de política de los países que usan esas metas. En el caso de cambios al potencial de la oferta, la demanda y las condiciones externas, los flujos de capital son parte de un proceso de la economía que se mueve hacia

²³ Aunque los cambios en la oferta son a menudo más permanentes, no siempre ocurre así. Por ejemplo, un incremento en los precios de los productos básicos puede ser temporal, mientras que la caída en las tasas de interés mundiales puede durar varios años.

GRÁFICA V "ÁRBOL" DE DECISION ANTE LA AFLUENCIA DE CAPITAL

¿Cuáles son las causas subyacentes de la afluencia?



un nuevo equilibrio interno y externo. En estos casos, el desafío para la política es encontrar la combinación óptima entre régimen de cambios, tasa de interés y política fiscal en el nuevo equilibrio.

Los flujos puramente especulativos es más probable que sean temporales. En la medida en que estén menos relacionados con sucesos económicos, ya sean actuales o de expectativa futura, más probable es que sean revertidos. Si a los formuladores de política les desagrada la volatilidad a corto plazo ocasionada por tales flujos, es posible que deseen instrumentar políticas del tipo esterilización, que buscan compensar el impacto monetario de tales flujos (véase más abajo). En la práctica, sin embargo, resulta difícil distinguir entre los flujos puramente especulativos y los flujos permanentes que reaccionan rápidamente a sucesos “disparadores”.

La gráfica V ilustra que el tipo de cambio, el equilibrio de la oferta-demanda y la estabilidad financiera deben ser observados conjuntamente para considerar la manera en que la economía puede ajustarse mejor al nuevo equilibrio de la balanza interna y externa.²⁴

a) El tipo de cambio real

Ante la afluencia de importantes capitales, la decisión inmediata que se plantea es si se debe intervenir para evitar la apreciación nominal (véase parte superior izquierda de la gráfica V). Lo primero que se debe hacer es determinar si el equilibrio del tipo de cambio real ha cambiado o no. Los incrementos en el potencial de la oferta probablemente contribuirán a cambiar el equilibrio del tipo de cambio. El equilibrio del tipo de cambio puede también resultar afectado por desviaciones permanentes en la demanda interna y externa o en las tasas de interés extranjeras.²⁵

La apreciación del tipo de cambio real resulta inevitable si el tipo de cambio real está inicialmente subvaluado o si se registra un impulso en el potencial de la oferta.²⁶ Los incrementos en la oferta

²⁴ Los libros de texto estándar sobre macroeconomía de economía abierta, como los de P. Krugman y M. Obstfeld (1997) constituyen buenas fuentes para una lectura más detallada.

²⁵ Véase Latter (1996) para un análisis sobre la elección del régimen de tipo de cambio.

²⁶ Véase Halpern y Wyplosz (1996) en la lista de otras lecturas que figura al final.

elevan los salarios internos reales con relación al exterior. La apreciación real implica un crecimiento de los precios internos con relación a los precios internacionales. Esto se puede producir por medio de la apreciación del tipo de cambio nominal o la elevación de los precios internos (y temporalmente una alza en la inflación interna). El curso que se siga tiene implicaciones diferentes a la vez para los flujos de capitales y el proceso de ajuste:

El ajuste del tipo de cambio nominal repercute en primer lugar sobre el sector comercializado (véase gráfica IV). El exceso de oferta se reduce inicialmente a través de una demanda externa más débil de bienes internos y una mayor demanda interna de bienes extranjeros. El ajuste por medio del tipo de cambio es rápido. El exceso de tasas de rendimiento puede ser eliminado prontamente, con lo cual se desalientan las afluencias de capital. Sin embargo, el tipo de cambio puede “sobreajustarse e ir más allá” del nuevo equilibrio, lo que desemboca en volatilidad.

El ajuste cuando el tipo de cambio es fijo proviene de los precios internos más elevados (es decir, inflación). Dada su naturaleza, se trata de un curso más lento para que la economía alcance un nuevo equilibrio. Los precios y salarios internos tardan mucho más en ajustarse que el tipo de cambio (véase la sección central de la gráfica IV). Además, el logro de una apreciación real por medio de una inflación más elevada puede resultar desventajoso para la credibilidad, particularmente en economías que han experimentado recientemente altas tasas de inflación.

Algunos países se han resistido a la apreciación del tipo de cambio, a causa de su meta de tipo de cambio nominal. Países como los de Europa Central y Oriental han obtenido significativa credibilidad gracias a esas metas intermedias en las primeras fases de la transición. A medida que los formuladores de política acumulan conocimientos sobre el mecanismo de transmisión interno, puede volverse relativamente más fácil mejorar la credibilidad por medio de las metas internas, en lugar de las externas.

i) Experiencias de países en el ajuste del tipo de cambio

Ante una afluencia *continua* de capitales, los bancos centrales generalmente han concedido una mayor flexibilidad en el tipo de cambio. En vez de revaluar el tipo de cambio, determinados países con sistemas de tasa fija o vínculo móvil (deslizamiento) han admi-

tido cierta flexibilidad como por ejemplo las bandas meta. En América Latina, tanto Colombia como México (antes de la crisis financiera) ampliaron el corredor del tipo de cambio, a fin de desalentar las afluencias de capitales. En Europa Oriental, Rusia introdujo una banda de tipo de cambio (inicialmente alrededor de una tasa fija y después alrededor de un deslizamiento fijo), mientras que Polonia reemplazó su vínculo móvil por una banda móvil, y la República Checa y Eslovaquia reemplazaron sus tipos de cambio nominales fijos, que mantenían desde hacía tiempo, por bandas de tipo de cambio. La incertidumbre sobre la dirección del tipo de cambio que la banda implica está destinada a disuadir las afluencias especulativas. La República Checa y Polonia tuvieron éxitos iniciales en la disuasión de las afluencias especulativas tras su cambio de régimen de tipo de cambio.²⁷ En 1997, la República Checa se vio obligada a dejar flotando su tipo de cambio ante la rápida salida de capitales.

En los casos en que las afluencias se esperaban que fueran temporales, los bancos centrales prefirieron evitar fluctuaciones en el tipo de cambio nominal que pudiesen dañar la economía real. Con objeto de minimizar el costo para el sector de exportación, los bancos centrales en la mayoría de los países, pero particularmente en Asia, han intervenido, al menos inicialmente, para limitar la apreciación del tipo de cambio nominal.

b) Exceso de demanda

Los cambios en la demanda, el potencial de oferta o en las condiciones externas desviarán la economía del equilibrio tanto interno como externo, lo que conducirá a salidas de capital a corto plazo. Desde luego, es posible usar la política fiscal en unión con la tasa de interés y la política de tipo de cambio para restaurar el equilibrio externo e interno (véase la segunda columna en la gráfica V).²⁸

Si las afluencias se deben al exceso de demanda interna que impulsa hacia el alza a las tasas de interés, el constreñimiento fiscal

²⁷ La República Checa incrementó el ancho de su banda de tipo de cambio de +/- 0.5% a +/- 7.5% en febrero de 1996. Polonia admitió bandas de similar anchura con +/-7% en mayo de 1995 y revaluó su tipo de cambio para fines de 1995.

²⁸ El problema de utilizar instrumentos de política monetaria y fiscal para lograr el equilibrio interno y externo en un mundo de movilidad de capitales fue debatido en el FMI a principios de los años 60 por economistas como Mundell.

puede ser un medio efectivo de reducir la demanda interna y consecuentemente las afluencias.²⁹ De hecho, una política fiscal laxa puede haber sido la causa de ese exceso de demanda. Los efectos de la contracción fiscal pueden lograrse por medio de una serie de canales:

- la contracción fiscal reduce las necesidades de financiamiento del gobierno y para ello recurrir al sector privado y al extranjero. Esto ejerce una presión para bajar las tasas de interés y en esta forma se disuaden las afluencias de capital;
- un consumo inferior por parte del gobierno suscita presión para bajar el precio de los bienes internos (no comerciables) en particular, y su resultado debería ser una depreciación del equilibrio del tipo de cambio real.

La política fiscal no suele usarse en general para lograr el ajuste de las afluencias de capital, sino como estrategia de mediano plazo. Se utiliza en muchos de los países en desarrollo y en transición, con los programas de estabilización del FMI. Constituye una respuesta política apropiada en los casos en que un importante déficit fiscal ha sido la causa de afluencias como resultado de la presión para elevar las tasas de interés, o cuando las afluencias están financiando un insostenible auge del consumo. Tailandia, por ejemplo, convirtió lo que era un modesto déficit fiscal en un gran superávit (5% del PIB) durante el periodo 1989-91, por medio, sobre todo, de la reducción del consumo gubernamental para hacer frente a las afluencias de capital. Chile y Malasia también han usado la moderación fiscal como parte de una serie de medidas para hacer frente a las afluencias de capital. Sin embargo, la moderación o contención de los déficit fiscales es una espada de doble filo. Si reduce la preocupación por el equilibrio macroeconómico futuro del país, puede dar por resultado *más* en lugar de *menos* afluencias de capital.

i) Políticas dirigidas a resistir los flujos de capital

La resistencia a los flujos de capitales puede justificarse mediante varios razonamientos:

²⁹ La política fiscal es más poderosa cuando el tipo de cambio es fijo. Una contracción fiscal reduce las tasas de interés internas y puede determinar una salida de capitales y una declinación en la oferta monetaria. En contraste, si el tipo de cambio flota, las tasas de interés más bajas inducidas por la contracción fiscal llevarán a una depreciación del tipo de cambio. Esto compensará en cierta medida la caída inicial de la demanda interna.

- El sistema financiero puede volverse inestable si se produce una repentina afluencia de obligaciones reversibles a corto plazo (véase tercera columna de la gráfica V).
- Los flujos temporales pueden no reflejar cambios fundamentales para la economía, a pesar de lo cual pueden impactar en metas monetarias intermedias y en los gastos internos.
- El capital extranjero responde muy rápidamente a sucesos disparadores (*trigger events*) como los que justifican las afluencias por las elevadas tasas de rendimiento a largo plazo, pero el impacto de los flujos a corto plazo puede requerir una intervención para satisfacer las metas monetarias intermedias y evitar una excesiva volatilidad de los gastos internos.
- La volatilidad del tipo de cambio puede, en algunas circunstancias, ser más dañina que la interrupción de los mecanismos del mercado por medio de los controles de capital (particularmente si la política de credibilidad depende del mantenimiento de un tipo de cambio fijo).

Los bancos centrales han resistido los flujos de capital en grado ampliamente desigual. Las medidas abarcan incluso la prohibición directa con objeto de resistir el efecto sobre una variable particular, tal como el tipo de cambio. La siguiente sección centra su atención en las operaciones monetarias usadas por los bancos centrales para resistir los flujos de capitales.

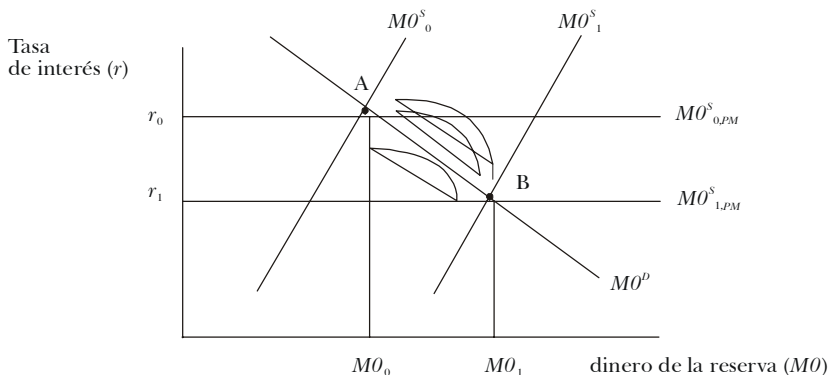
c) Intervención en divisas³⁰

La intervención en las divisas frente a un potencial exceso de afluencias impide que el tipo de cambio se aprecie. La venta de moneda nacional por el banco central incrementa la oferta monetaria. Los países entonces tienen que decidir esterilizar o no el impacto monetario de la intervención mediante la venta de títulos (véase más abajo). La intervención esterilizadora puede aislar la economía de los choques temporales a corto plazo. Muchos bancos centrales, enfrentándose a la afluencia de capitales y deseosos de evitar una apreciación del tipo de cambio, han intentado esterilizar desde el inicio, a fin de evitar una expansión de la oferta monetaria. Esto ha significado que en muchos casos los incrementos

³⁰ Se dice que los bancos centrales intervienen en los mercados de divisas cuando compran o venden divisas, con objeto de influir en el tipo de cambio.

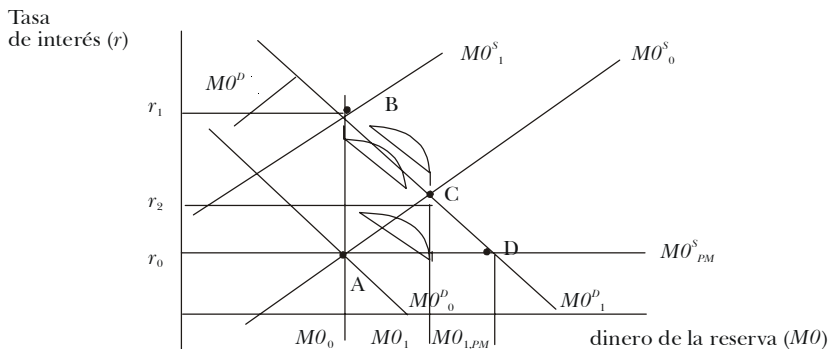
GRÁFICA VI. AFLUENCIAS DE CAPITAL EN RÉGIMEN DE TIPO DE CAMBIO FIJO: IMPACTO DE LA INTERVENCIÓN ESTERILIZADORA

(a) Incremento exógeno en afluencias de capital



- afluencias de capital iniciales (es decir, tasas de interés inferiores en el mundo desarrollado) con intervención no esterilizada
- intervención esterilizada
- afluencias sensibles al interés inducidas por la esterilización

(b) Afluencias de capital para satisfacer el incremento en la demanda monetaria



- afluencias de capital iniciales para satisfacer el incremento de la demanda monetaria (es decir, expectativas de inflación inferiores, más elevada actividad económica), con intervención no esterilizada.
- intervención esterilizada
- afluencias sensibles al interés inducidas por la esterilización

en los activos extranjeros netos en los bancos centrales han sido correspondidos por una reducción en el crédito interno neto, más bien que por un incremento en la base monetaria.

CUADRO 6. EFECTO DE LA ESTERILIZACIÓN EN LAS TASAS DE INTERÉS CUANDO EL TIPO DE CAMBIO ES FIJO

	<i>Flujo temporal o permanente</i>	<i>Intervención no esterilizada</i>	<i>Intervención esterilizada</i>
Incremento en oferta de dinero de la reserva	Temporal (por ejemplo, algunos tipos de especulación)	Caída de las tasas de interés	Incremento de las tasas de interés para restaurar el equilibrio interno; el impacto de los flujos puede ser resistido; esterilización efectiva
	Largo plazo (por ejemplo, la mayoría de los cambios en las tasas de interés extranjeras)	Caída de las tasas de interés	Incremento de las tasas de interés para restaurar el equilibrio no el externo, las afluencias interno, aunque persisten, la esterilización se vuelve costosa
Incremento en la demanda de dinero de la reserva	Temporal o permanente	Incremento de las tasas de interés (a menos de movilidad del capital perfecta)	Las tasas de interés se elevan aún más. Como las afluencias eran meramente una respuesta a una demanda interna más elevada, son probables más afluencias; la esterilización es mal interpretada y costosa.

d) La intervención no esterilizada versus la esterilizada

La gráfica VI y el cuadro 6 nos muestran de qué manera el impacto de la intervención esterilizada sobre la tasa de interés depende de las razones en el trasfondo del incremento en la afluencia de capitales. En la gráfica VI, la curva de demanda de dinero de la reserva es de pendiente descendente; se desea más dinero en efectivo a tasas de interés internas inferiores (r). Los cambios en la demanda interna y los choques que afectan el potencial de la ofer-

ta implican a la vez desviaciones en la demanda de dinero de la reserva.³¹ La curva de la oferta de dinero de la reserva es de pendiente ascendente. Con un tipo de cambio fijo, tasas de interés internas más elevadas darán por resultado *cierto* incremento en las afluencias de capitales y en la sustitución de moneda, así como un consecuente incremento en la oferta monetaria. En caso extremo, cuando los activos extranjeros e internos son sustitutos perfectos, cualquier cambio en las tasas de interés internas dará por resultado un flujo masivo de capital hacia dentro o hacia fuera. De modo que las tasas de interés se establecerán de acuerdo con las condiciones externas y será imposible contar con una política de tasas de interés independiente. Esto se refleja en la curva horizontal (punteada) de la oferta monetaria (MO^s_{PM}).

Considérese primero el caso en que las afluencias de capital son causadas *inicialmente* por acontecimientos exógenos (por ejemplo, la caída de las tasas de interés en el mundo que incrementan la oferta más bien que la demanda de dinero de la reserva). La intervención no esterilizada dará por resultado *a la vez* tasas de interés más bajas y un incremento en la oferta monetaria interna (punto B en la gráfica VI(a)).

Esto representa una mayor flexibilidad en las condiciones monetarias que el banco central puede desear contrarrestar. La esterilización reduce la oferta de dinero de la reserva y le permite volver a poner la oferta monetaria en su nivel inicial (A). Empero, para hacer esto el banco central necesitará ofrecer tasas de interés sobre títulos por encima de la tasa existente de mercado, a fin de alentar a los inversionistas a desprenderse de su dinero en efectivo interno. Esto es costoso, aún más porque los inversores no creen que los títulos gubernamentales o del banco central son un cercano sustituto del dinero (véase cuadro 6).

La eficacia de la esterilización depende en parte del tipo de choque exógeno. La esterilización resulta efectiva como dispositivo suavizador temporal para contrarrestar los flujos especulativos reversibles. Si las afluencias de capitales se derivan de la caída de las tasas de interés extranjeras que no parece probable que sean rápidamente revertidas, entonces el efecto de la resistencia a tasas de interés internas más bajas será simplemente el de alentar con-

³¹ Los cambios en el potencial de la oferta afectan las expectativas de los ingresos reales y, en consecuencia, la demanda de dinero.

tinuas afluencias. De manera similar, la esterilización sólo será efectiva en caso de imperfecta sustitución entre títulos internos, por una parte, y activos y dinero en efectivo extranjero, por otra. Si los activos son sustitutos perfectos aun en el corto plazo, cualquier incremento en las tasas de interés no hará otra cosa que atraer más afluencias de capital y mover la economía de vuelta nuevamente a B. En este caso, las tasas de interés resultan ser determinadas por condiciones financieras externas y las tentativas de intervención esterilizadora serán infructuosas, así como costosas.

A continuación consideramos el caso en que las afluencias de capital constituyen una respuesta a un incremento en la demanda de dinero y crédito internos (gráfica VI(b)). Esto puede ser causado por la liberalización financiera, que otorga a los consumidores mayores posibilidades de obtener préstamos, o por las expectativas de futuros ingresos que elevan la demanda monetaria ese mismo día. El capital fluirá desde el exterior. La sustitución monetaria en reversa también es probable si los residentes vuelven de nuevo al dinero denominado en moneda nacional o bonos, y se apartan de la moneda extranjera y de los bonos denominados en moneda extranjera (por ejemplo, depósitos en moneda extranjera en bancos nacionales).³²

Un incremento en la demanda de dinero ejerce presión para que se eleven las tasas de interés si la política monetaria es no acomodable. En ausencia de afluencias de capital, la curva del dinero de la reserva es vertical y la economía se movería del punto A a B con las tasas de interés más elevadas en r_1 (gráfica VI(b)). Con un régimen de tipo de cambio fijo y al menos una movilidad parcial del capital, tasas de interés más altas alentarán las afluencias de capital. Esto representa un movimiento a lo largo de la curva con pendiente ascendente de la oferta de dinero de la reserva. En caso de que estas afluencias no sean esterilizadas, el incremento en la demanda de dinero será parcialmente satisfecha por el correspondiente incremento de la oferta monetaria. Cuanto mayor la sustitución entre activos nacionales y extranjeros, más se satisface la demanda de dinero y las tasas de interés declinan hacia sus niveles iniciales (r_0 , punto D). Con mercados de capital imperfecta-

³² Aquí las definiciones de agregados monetarios en moneda nacional deberían crecer más rápidamente en términos absolutos y en relación con las definiciones que incluyen moneda extranjera.

mente competitivos, la demanda de dinero será parcialmente satisfecha (MO_1) y las tasas de interés se elevarán por encima de su nivel inicial (r_2 , punto C). La esterilización, si tiene éxito, impedirá que la oferta monetaria se incremente por arriba de su nivel inicial, pero a expensas de mantener las tasas de interés todavía a un elevado nivel (r_1 , punto B). Las tasas de interés de los bonos gubernamentales tienen que elevarse más si existe una baja sustitución entre dinero en efectivo nacional y bonos gubernamentales; esto tiene un correspondiente mayor costo para el gobierno o el banco central. En este caso la esterilización impide que la economía se ajuste a un nuevo equilibrio interno. Será también costosa, puesto que las tasas de interés más elevadas no harán más que alentar una afluencia sostenida.

La esterilización no es una respuesta política apropiada ante el incremento de la demanda monetaria. La respuesta política apropiada dependerá de cuáles son las razones de los incrementos de la demanda de dinero. Reducciones agudas de la inflación, junto con una actividad económica real o potencial más fuerte, pueden haber conducido a un incremento de la demanda de dinero nacional en las economías en transición más exitosas. En estas circunstancias, la respuesta política apropiada puede ser la no intervención esterilizadora, a fin de permitir un crecimiento de la oferta monetaria que corresponda al sospechado aunque inobservable incremento de la demanda de dinero.³³

Una advertencia, sin embargo, amerita esa prescripción, la cual es de carácter prudencial más bien que de tipo económico; en efecto, se trata de saber si el sistema bancario interno es lo suficientemente sólido para permitir una expansión monetaria y crediticia, así como la probable creciente disparidad en los vencimientos entre depósitos de vencimiento corto y préstamos de vencimiento largo.

i) Técnicas de intervención esterilizadora

La esterilización de creación de dinero de la reserva generalmente se lleva a cabo en mercado abierto, con las ventas de títulos y los incrementos en los requisitos de reserva, o bien mediante la

³³ Empero, si el alza de la demanda de dinero es atribuible a una política fiscal más laxa que impulsa la demanda agregada por arriba del potencial, la respuesta política apropiada será una contracción fiscal.

transferencia de algunos depósitos del gobierno de los bancos comerciales al banco central.³⁴

Ventas de títulos en mercado abierto

En las operaciones de mercado abierto (OMOs), el banco central compensa el impacto monetario de la venta de moneda nacional a cambio de moneda extranjera mediante la venta de títulos usualmente emitidos por el gobierno. En algunas circunstancias, el banco central no posee suficientes títulos gubernamentales y el gobierno puede mostrarse renuente a incurrir en el costo de la emisión de nuevos títulos. Cierta número de bancos centrales, en consecuencia, han procedido a la esterilización mediante la emisión de sus propios títulos (por ejemplo, Corea en las postrimerías de los años 80, Indonesia a principios de los 90, y la República Checa más recientemente). Como los bancos comerciales reciben una tasa de interés de mercado a cambio de otorgar liquidez, la esterilización a través de las ventas de títulos es más apropiada para una economía de mercado que elevar los requisitos de reserva (que generalmente no son remunerados o se remuneran a tasas de interés inferiores a las tasas del mercado).

Muchos bancos centrales han usado la esterilización en una época u otra. A principios de los años 90, Chile, Colombia, Indonesia, Malasia y Sri Lanka intentaron compensar totalmente el impacto monetario expansionista de la acumulación de reservas internacionales; Corea, México, Filipinas y Tailandia intentaron una compensación parcial. Sin embargo, estas medidas no tuvieron completo éxito y fueron generalmente abandonadas cuando las afluencias persistieron. Existen dos inconvenientes principales en el uso de OMOs con fines de esterilización:

- *Es costoso.* El gobierno o el banco central generalmente tienen que pagar más elevadas tasas de interés sobre los títulos, que lo recibido por el rendimiento de activos denominados en moneda extranjera. Ciertas estimaciones han situado este costo en tanto como 1% del PIB, o más en ciertos casos. Los costos de esterilización en Polonia, por ejemplo, fueron de 0.6% del PIB en 1995, y 0.8% en 1996. Los costos a largo plazo serán todavía mayores si subsecuentemente la moneda se aprecia, puesto que entonces el valor de las reservas de divisas caerá.

³⁴ Puede ser posible, también, usar reportos o recompras o bien reporto revertido. Véase *Handbook*, n° 10, para mayores detalles.

- Cuanto más elevadas las tasas de interés ofrecidas sobre la deuda del gobierno/banco central, más se alentarán las afluencias (sensibles al interés) a corto plazo.

En algunos países, particularmente en aquellos donde los mercados monetarios están insuficientemente desarrollados, los bancos centrales han escogido métodos alternativos de esterilización.

Requisitos de reserva

Un incremento en los requisitos de reserva o la introducción de requisitos de reserva en los depósitos en moneda extranjera reducirá la capacidad de los bancos comerciales para proporcionar crédito (y por lo tanto dinero en sentido amplio). Los requisitos de reserva reducen el rendimiento de los depósitos internos y desalientan las afluencias de capital. Lo que es más, para una afluencia de capital dada, el incremento en la base monetaria no da por resultado una expansión igual de grande en dinero en sentido amplio, ya que los bancos centrales se sienten *compelidos* por el contrario a mantener más depósitos en el banco central. Los requisitos de reserva fueron un importante instrumento, por ejemplo, para reducir el multiplicador monetario en Taiwán, Malasia y Corea. En Corea, la relación requisitos/reserva se duplicó a fines de los años 80, y en Malasia se elevó por etapas de 3.5% en 1989 a 11.5% en 1994. Algunos países, por lo demás, introdujeron o incrementaron los requisitos de reserva para los depósitos en moneda extranjera. Entre los ejemplos a citar figuran Chile, Perú y Sri Lanka a comienzos de los años 90. Asimismo, Colombia impuso un requisito de reserva de 140% para los empréstitos extraterritoriales con menos de 30 días para su vencimiento.

Los requisitos de reserva dan por resultado una ampliación de los diferenciales en las tasas de interés de los bancos comerciales. En la medida en que esto significa tasas de interés inferiores para los depositantes extranjeros, posiblemente contribuirá a reducir las afluencias hacia el sistema bancario interno. En la medida también en que implica tasas de préstamo más altas, los residentes internos es posible que se interesen por formas externas de financiamiento, lo que contribuirá a incrementar las afluencias de capital. En ambos casos, como los requisitos de reserva han cumplido de hecho la función de un impuesto, es posible que sean un estí-

mulo para que la actividad financiera sea transferida fuera del sistema bancario formal interno.

Transferencia de los depósitos del sector público

Los depósitos del sector público pueden ser transferidos de los bancos comerciales al banco central. Esta política ha sido usada, por ejemplo, en Indonesia, Malasia, Taiwán y Tailandia. Esa medida reducirá la base de depósitos de los bancos comerciales y, por lo tanto, su capacidad de otorgar préstamos. Empero, puede resultar costosa para el gobierno si recibe tasas de interés inferiores a la del mercado por parte del banco central y si esto no resulta compensado por los ingresos gubernamentales más elevados procedentes de las utilidades del banco central. Lo que es más, transferencias frecuentes pueden causar problemas a los bancos comerciales en el manejo de sus activos y pasivos.

e) Políticas que son un sustituto en calidad de intervención no esterilizadora

i) Remoción o reducción de los controles existentes para las importaciones o salidas de capitales

En los casos en que todavía se mantienen controles, muchos países han disminuido o abolido las restricciones para las salidas de divisas. Esto puede resultar en flujos de salida que ayudan a compensar cualquier afluencia potencialmente perturbadora. Sin embargo, controles reducidos en las salidas pueden tener el perverso efecto de estimular las afluencias, porque los inversionistas extranjeros se mostrarán más confiados de que podrán repatriar sus fondos en fecha posterior.

Argentina eliminó todas las restricciones cuantitativas para las importaciones y redujo el arancel de importación máximo de 115 por ciento en 1988 a sólo 20 por ciento para 1992. Cierta número de otros países han reducido sus tarifas de importación, incluidos Chile, Indonesia, Malasia y Corea. Algunos países redujeron significativamente los controles para las cuentas de capitales (por ejemplo, Argentina) o los abolieron por completo (fue el caso de Filipinas). Otros se han mostrado más selectivos. Chile, por ejemplo, permitió que los fondos de pensión invirtieran parte de sus activos en el exterior y liberalizó los flujos de salida para inversiones en el caso de compañías privadas escogidas.

CUADRO 7. RESPUESTAS POLÍTICAS A LAS AFLUENCIAS DE CAPITAL, 1988-94

<i>País</i>	<i>Política de mo- deración</i>	<i>Revaluación</i>	<i>Incrementada variabilidad del tipo de cambio</i>	<i>Interven- ción este- rilitizada</i>	<i>Afluencia de controles de capital</i>	<i>Liberalización de salidas de capital</i>	<i>Acelerada libe- ralización del comercio</i>
Argentina (1991) ^a	No ^b						
Chile (1990)	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No
Colombia (1991)	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Indonesia (1990)	No	No	No ^c	Sí	Sí	No	No
Malasia (1989)	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
México (1990)	No ^b	No	No ^c	Sí	No ^c	Sí	Sí
Filipinas (1992)	No	No	Sí ^d	Sí	No	Sí	No
Sri Lanka (1991)	No ^b	No	No ^d	Sí	No	No	Sí
Tailandia (1988)	Sí	No	No	Sí	No	Sí	Sí

FUENTE: FMI (1995), capítulo IV, véase Referencias bibliográficas.

^a El año que corresponde al país indica el primer año de la oleada de afluencias. ^b La consolidación fiscal (incluidos los efectos de privatización) formó parte del programa de estabilización de la inflación y no una respuesta a la alza de las afluencias de capital *per se*. El Plan de Convertibilidad en Argentina comenzó en abril de 1991, en tanto que el plan mexicano es anterior a la oleada de afluencias y empezó en diciembre de 1987. ^c A pesar de los anuncios de bandas de intervención más anchas, la variabilidad del tipo de cambio no se modificó apreciablemente. ^d Filipinas y Sri Lanka ya contaban con un sistema de tipo de cambio relativamente flexible al iniciarse el episodio de afluencia. ^e Las tasas máximas de los pasivos en moneda extranjera de los bancos no eran obligatorias sino hasta 1994.

ii) Controles de capital

Los controles de capital pueden ser directos o indirectos (p.ej., por medio de impuestos). Dichas medidas han incluido la imposición o la contracción de los límites prudenciales en los préstamos de los bancos extraterritoriales y en las transacciones de divisas (por ejemplo, en Malasia, Indonesia y Filipinas a principios de los años noventa), así como la implícita imposición de gravámenes a ciertos tipos de afluencias, tales como las reservas que no requieren réditos por tasas de interés, depositadas en el banco central para atender a los préstamos en moneda extranjera por parte de las empresas. Por ejemplo, Chile introdujo requisitos de reserva hasta de un 30% para los depósitos directos en moneda extranjera que hicieran las firmas o empresas por el periodo de un año. El Banco de Eslovenia impuso requisitos de reserva específicamente para depósitos de extranjeros, con la introducción en 1994 de un requisito de reserva de 40% que no redituaba intereses para algunos préstamos extranjeros con un vencimiento inferior a 5 años; en 1996, el periodo fue alargado para abarcar vencimientos de hasta por 7 años.

Los controles de capital también incluyen el incremento o la introducción de controles cuantitativos directos. Por ejemplo, en 1994, Taiwán estableció un tope en las tenencias extranjeras de acciones nacionales y Malasia limitó las tenencias extranjeras de depósitos bancarios internos, a menos de que estuvieran relacionados con el comercio o la investigación física. Malasia también prohibió a los residentes que vendieran instrumentos a corto plazo del mercado monetario a extranjeros.

Los controles de capital son a menudo distorsionadores, pero pueden resultar efectivos, al menos temporalmente, como parte de un paquete de medidas más amplio. Algunos países han logrado contener las afluencias sin recurrir a ellas (véase cuadro 7).

Los controles de las afluencias de capital son probablemente más exitosos que los controles de las salidas de capital. Los incentivos para evadir los controles de las afluencias son más débiles que los aplicados a las salidas de capital. Los inversionistas hacia dentro raramente esperan obtener un rendimiento inmediato de más de un par de puntos de porcentaje de una inversión rápida

en una economía en lugar de otra.³⁵ En contraste, los incentivos para sacar el capital son muy fuertes cuando el inversionista espera una fuerte depreciación del tipo de cambio o la imposición de controles de capital. Asimismo, resulta más fácil administrar los controles de las afluencias, puesto que éstos es probable que lleguen a través de los mercados formales a compañías y ubicaciones identificables. En esta forma ciertas economías han logrado reducir la volatilidad mediante controles de capital externo incluso a mediano plazo. La principal desventaja es la distorsión que sufren las fuerzas del mercado.

iii) Rembolso de préstamos extranjeros

Cierto número de países han utilizado un incremento inesperado de las reservas de divisas para liquidar o reducir las deudas pendientes en moneda extranjera, por ejemplo, al FMI.

f) Medidas conjuntas de política para hacer frente a las afluencias

En varias ocasiones, los bancos centrales, teniendo que hacer frente a grandes afluencias de capital, han tratado inicialmente de esterilizarlas, aunque dejando que ejercieran cierto impacto sobre el crecimiento monetario. En los casos en que las afluencias han sido persistentes o la esterilización contraproducente, se han intentado medidas alternativas o adicionales. Los controles sobre las afluencias, y asimismo una mayor flexibilidad del tipo de cambio, han acompañado a veces la intervención no esterilizada. Una forma extrema de intervención no esterilizada es el consejo monetario; esto ha resultado relativamente efectivo allí donde se ha practicado.

El cuadro 7 muestra que los bancos centrales en América Latina y Asia reaccionaron a importantes afluencias de capital, a fines de los años 80 y principios de los 90, con el uso de una serie de técnicas. Todos los países en el cuadro, aparte de Argentina, han tratado de esterilizar las afluencias en cierta medida, aunque también han permitido incrementos en el crecimiento monetario. Subsecuentemente, la esterilización fue abandonada en cierta medida (y complementada por controles de capital), ya que era contrapro-

³⁵ Un ejemplo contrario es el de Rusia en 1996 y 1997. Los extranjeros lograron evadir los controles sobre las afluencias, a fin de explotar un muy elevado diferencial en los intereses.

ducente e inducía afluencias mayores aún de capitales a corto plazo. Varios países experimentaron tasas de interés internas más elevadas, junto con las políticas de esterilización *a raíz* de grandes afluencias de capital; las tasas de interés declinaron entonces, una vez que se abandonó la esterilización. Esto sugiere que la esterilización fue costosa y en ciertos casos pudo ser contraproducente.³⁶ En los casos en que las afluencias han sido persistentes o bien la cuenta corriente partió desde una posición inicialmente favorable, la apreciación del tipo de cambio nominal tuvo que ser concedida.

Una variedad de medidas han sido usadas recientemente en los países en transición. Por ejemplo, la República Checa esterilizó parcialmente el incremento en la oferta monetaria con operaciones de mercado abierto en títulos del banco central y elevando los requisitos de reserva. Los restantes controles sobre las afluencias fueron liberalizados y se reembolsó la deuda pendiente en moneda extranjera (por ejemplo, al FMI). Dado que estas políticas no fueron totalmente exitosas, se introdujo cierta flexibilidad en el sistema de tipo de cambio fijo, cambiando a una banda cambiaria más ancha. Más recientemente, en 1997, ante la presión de las afluencias de capital, la corona checa entró en flotación, a fin de evitar una caída dramática de las reservas de divisas. En 1995 y 1996, las autoridades polacas decidieron esterilizar parcialmente por medio de las ventas de títulos en el mercado abierto y reportos pasivos. Esto demostró ser costoso y fue apoyado por el ajuste del tipo de cambio: inicialmente por medio de una dilación del vínculo móvil (deslizamiento) y posteriormente con un cambio para pasar a la banda móvil. En Hungría, las relativamente altas tasas de interés (ajustadas para el vínculo móvil) dieron por resultado grandes afluencias de capital y sustitución de moneda revertida. La esterilización se hizo extensiva pero sólo tuvo éxito parcialmente, puesto que indujo mayores afluencias, que rápidamente comprimió el diferencial de la tasa de interés interna/extranjera.

Una situación que muy probablemente atraerá afluencias a corto plazo es aquella en que van de consuno un tipo de cambio fijo

³⁶ Como se mostró anteriormente en la gráfica VI (a), el propósito de la esterilización es reformar la posición de la política monetaria para que ahora ocupe la que tenía con anterioridad al periodo de afluencias. Aunque las tasas de interés deberían ser más altas que sin la esterilización, no tienen por qué ser más elevadas que en el periodo previo a las afluencias.

(y en consecuencia un riesgo mínimo de tipo de cambio), esterilización (que induce tasas de interés internas más elevadas) y ausencia de controles de capital.

7. Conclusiones

Los flujos de capitales hacia muchas economías en desarrollo y en transición se han incrementado abruptamente durante los años de la década que se inició en 1990. Esto puede contribuir a financiar la inversión interna, desarrollar las instituciones financieras, transferir conocimientos administrativos y tecnológicos, así como a establecer la disciplina en las políticas macroeconómicas internas. El capítulo 3 ilustró que las afluencias realizaron una importante contribución al crecimiento en muchas economías en desarrollo, particularmente allí donde esas afluencias financiaron las inversiones en lugar del consumo. Sin embargo, dado que las afluencias de capital incrementan las obligaciones externas, eventualmente será necesario rembolsarlas por medio de más elevadas exportaciones netas.

Los formuladores de política, típicamente prefieren las inversiones extranjeras directas (FDI) a las afluencias de vencimiento corto; desde el punto de vista de la inversión, las FDI generalmente representan un plazo más largo y un compromiso menos reversible. Sin embargo, la distinción es importante sólo en la medida que el capital no es plenamente sustituible. Una política macroeconómica altamente desequilibrada proporciona fuertes incentivos a los propietarios de una amplia serie de activos monetarios y físicos internos para que compren activos extranjeros. Con una cuenta de capital liberalizada, las políticas macro desequilibradas serán más prontamente castigadas por las afluencias de capital. Las crisis financieras en México (1994) y las economías de Asia recientemente industrializadas (1997), ilustran que los flujos de capital pueden desempeñar un papel de la mayor importancia ante la fragilidad financiera.

Identificar la causa de la afluencia es generalmente más importante que un análisis de este tipo, aunque ambos están vinculados, dado que las políticas desequilibradas, tales como una política fiscal muy laxa, conducen a la percepción de un mayor riesgo por parte de los inversionistas, mientras que las altas tasas de interés que van asociadas es más probable que atraigan flujos a corto que

a largo plazo. Los flujos de capitales son endógenos al desarrollo económico: una vez que las barreras a los capitales son quitadas, el flujo de capital representa un cambio en las expectativas de los rendimientos relativos disponibles en la economía interna por comparación con la externa.

Las diversas causas de los flujos tienen diferentes efectos económicos. Las declinaciones en las tasas de interés extranjeras desviarán el capital hacia la economía interna y presionarán para que disminuyan las tasas de interés internas. Los sucesos económicos que impulsan la producción potencial o la demanda interna, por otra parte, ejercerán presiones al alza sobre las tasas de interés internas. Las afluencias de capital acomodarán este incremento en la demanda de fondos. Las tentativas de esterilización, en este último caso, empujarán las tasas de interés todavía más a la alza. Lo que se necesita realmente es un conocimiento específico y detallado del país, de modo que se tenga una buena idea de cómo los cambios en el potencial de la demanda y la oferta afectan a la economía y a las tasas de rendimiento. Este es un objetivo útil, pero en la práctica ciertas reglas de carácter general pueden ayudar a la formación de política:

- cuanto más permanentes los cambios en las condiciones económicas, más probable será que la política monetaria, fiscal o de tipo de cambio necesite ser cambiada;
- los flujos que responden a cambios en la productividad y el producto potencial son probablemente los que serán permanentes y afectarán el equilibrio real del tipo de cambio;
- si los flujos son una respuesta al exceso de demanda, una política fiscal contractiva puede ser necesaria y suficiente para reducir la demanda y las tasas de interés internas;
- las afluencias fácilmente reversibles afectarán las acciones de los formuladores de política, si desean evitar la volatilidad monetaria a corto plazo. En ese caso dichos flujos pueden ser resistidos por medio de la esterilización o controles. En la práctica, empero la reversibilidad de los flujos es mucho más fácil de identificar después de acaecida que con anterioridad.

Aun si la causa y el efecto a largo plazo de una afluencia puede ser identificada, persiste un dilema de política a corto plazo. Los flujos de capital pueden venir (y marcharse) por oleadas. Por ejemplo, pueden llegar a raíz de la liberalización de la cuenta de

capital, que permite a los inversores extranjeros obtener altas tasas internas de rendimiento. O bien pueden ser determinadas por sucesos que implican un agudo incremento en las expectativas de los futuros (ajustados por riesgo) rendimientos. Esas oleadas suscitan preocupaciones acerca de la capacidad del sector financiero y real de convertir eficientemente las afluencias en capacidad productiva, más bien que en inestabilidades monetarias y financieras. Es posible, por lo demás, que las políticas convencionales para reducir esos flujos no sean siempre efectivas. Por ejemplo, la contracción fiscal puede, a corto plazo, impulsar la confianza y atraer más afluencias. Existen también numerosos ejemplos (comprendidos los recientes de Asia Sudoriental) de que la cuantía misma de las afluencias de capital y, en consecuencia, los déficit en cuenta corriente han sido parcialmente responsables de que se invirtieran las intenciones de los inversionistas.

De ahí que haya justificación para resistir el pleno impacto de las oleadas de afluencia de capital. La elección principal reside entre la intervención esterilizada y controles de capital más directos. La esterilización se basa en el mercado, pero es costosa y no siempre efectiva. Resulta útil si los formuladores de política se sienten confiados en que los flujos son por su naturaleza de corto plazo. El peligro, empero, es que la esterilización incrementa las tasas de interés más de lo necesario y atrae más capitales. Por otra parte, los controles de capital actúan contra el mercado, pero pueden resultar efectivos para atenuar la volatilidad de las afluencias a corto y mediano plazos. En cambio, son menos eficaces por razones administrativas en el control de las afluencias y dado que raramente existe un gran incentivo para los inversionistas internos en la tarea de evadir los controles y llevar su capital a un país en particular más que a otro.

Los beneficios económicos y problemas monetarios asociados con las afluencias de capital continuarán entre las características de los mercados de capital abiertos. Grandes fondos de inversión se concentran en un número relativamente pequeño de instituciones. Para las economías emergentes con cuentas de capital liberalizadas, los incentivos para elegir las políticas fiscales, monetarias y de tipo de cambio más apropiadas son mayores que en ningún otro momento. Las afluencias, sin embargo, a menudo reflejan un fortalecimiento de la economía interna, constituyen un problema suscitado por el éxito y pueden a su vez estimular mayor crecimiento económico, en caso de que se seleccione la respuesta política correcta.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Autoridad Monetaria de Hong Kong (ed.) (1994), *Monetary and Exchange Rate Management with International Capital Mobility, Experiences of Countries and Regions Along the Pacific Rim*, especialmente el capítulo 3 de R. Glick y R. Moreno, "Capital Flows and Monetary Policy in East Asia".
- Banco Mundial (1996), *World Debt Tables*, vol. 1 y 2, marzo.
- Banco Mundial (1997), *Global Development Finance*, vol. 1, marzo.
- Calvo, G. A., M. Goldstein y E. Hochreiter (eds.) (1996), *Private Capital Flows to Emerging Markets After the Mexican Crisis*.
- Calvo, G. A., R. Sahay y C. Végh (1995), *Capital Flows in Central and Eastern Europe; Issues and Policy Options*, FMI, mayo (Documento de Trabajo, n° 95/97).
- Claessens, S., M. P. Dooley, y A. Warner (1995), "Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?", *The World Bank Economic Review*, enero.
- Corbo, V., y L. Hernández (1996), "Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: Lessons from Recent Latin American and East Asian Experience", *The World Bank Research Observer*, vol. 11, n° 1, febrero.
- Fondo Monetario Internacional (1994), "The Recent Surge in Capital Flows to Developing Countries", *World Economic Outlook*, octubre.
- Fondo Monetario Internacional (1995), *International Capital Markets: Developments, Prospects and Policy Issues*.
- Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook* (varios ejemplares).
- Frankel, J. (1994), *Sterilisation of Money Inflows; Difficult (Calvo) or Easy (Reisen)?*, FMI, diciembre (Documento de Trabajo, n° 94/159).
- Fry, Maxwell J. (1988), *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, The John Hopkins University Press; versión en español: *Dinero, interés y banca en el desarrollo económico*, CEMLA-FELABAN, México, 1990.
- Fry, Maxwell (1997), *Do Capital Inflows Appreciate the Real Exchange Rate?*, Universidad de Birmingham, Grupo Financiero Internacional, Birmingham, junio (IFGWP-97-01).
- Goldstein, M. (1997), *Comments on Early Warning Indicators of Financial Instability in Emerging Economies*, documento presentado en el simposio sobre "Maintaining Financial Stability in a Global Economy", Banco Federal de la Reserva de Kansas, agosto.

- Khan, M. S., y C. M. Reinhart (eds.) (1995), *Capital Flows into the APEC Region*, FMI (Documento Ocasional, n° 122).
- Krugman, P., y M. Obstfeld (1997), *International Economics: Theory and Practice*, cuarta edición, Addison–Wesley.
- Halpern, I., y C. Wyplosz (1996), *Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies*, FMI (WP/96/125).
- Latter, T. (1996), *The Choice of Exchange Rate Regime*, CCBS (Handbook in Central Banking, n° 2); versión en español: *La elección del régimen de tipo de cambio*, CEMLA, México, 1997.
- Olsovsky, R., e I. Matalik, (1997), “Monetary Responses to Capital Inflows in the Czech Republic”, *Central Banking*, vol. VII, n° 1, verano.
- Schadler, S., M. Carkovic, A. Bennett y R. Kahn, (1993), *Recent Experience with Surges in Capital Inflows*, FMI (Documento Ocasional, n° 128).

Índice

	<i>Pág.</i>
Sumario	1
1. Introducción	1
2. Recientes tendencias en los flujos de capital	2
3. Ahorro, inversión y crecimiento	4
4. Costos y beneficios de los diferentes tipos de flujos de capital	13
5. Identificación de las causas e impacto de las afluencias de capital	19
6. Respuestas políticas a la afluencia de capitales	25
7. Conclusiones	44
Referencias bibliográficas	47

Este ensayo se terminó de imprimir en mayo de 2002 en los talleres de Editorial y Comunicación, Río Sena 41-202, México, D. F., 06500. Se tiraron 300 ejemplares.