



## *Prefacio*

# **Entrada de capitales y acumulación de reservas**

CARMEN M. REINHART Y VINCENT R. REINHART\*

**Palabras Clave** : Flujos de capitales, tipo de cambio, política monetaria.

**Clasificación JEL** : E0, F0, F3.

Durante tres décadas, la creencia predominante entre analistas económicos y autoridades financieras era que el flujo de capitales financieros se iría liberando cada vez más, lo cual reforzaba recomendaciones de los foros de economías avanzadas, como el G7, y de instituciones internacionales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI). Comúnmente se aludía a esta presunción como el triunfo del modelo anglo-sajón. Un flujo más libre de capitales implicaba un rol más importante de los acontecimientos internacionales en la formación de tasas de interés de mercado (Reinhart y Reinhart, 2011), así como mayores flujos netos de capital y los correspondientes desequilibrios en cuenta corriente. La visión era que las fuerzas del mercado que producen cambios en los precios relativos conducirían a un flujo adecuado de los recursos.

Sin embargo, se identifican tres imperfecciones en esta construcción intelectual. En primer lugar, no todos los países se mostraban dispuestos a permitir cambios en un precio relativo clave: el tipo de cambio. En muchos de ellos persistía lo que Calvo y Reinhart (2002) denominaron “miedo a flotar”. Ante presiones que, de no haberse tomado medidas, habrían generado una apreciación de su moneda local, las autoridades intervinieron en el mercado cambiario, acumulándose en algunos casos una gran cantidad de reservas. En segundo lugar, en muchos países se continuó aplicando medidas de política para influir en los flujos de capital, tal como se discute en el artículo “Entrada de capitales y acumulación de reservas: evidencia reciente” que continúa a este prefacio. De hecho, hay una impresionante cantidad de normas destinadas a restringir los flujos financieros en las economías emergentes. Entre éstas se encuentran las conocidas como el encaje prudencial, impuestos a los capitales especulativos, derechos de timbre, entre otras y, aun cuando no todas están siempre vigentes en la actualidad, pueden estarlo en el futuro. En tercer lugar, la crisis financiera de los años 2008-2009 minó la confianza de quienes sostenían planteamientos basados exclusivamente en el mercado.

Este es el escenario que sirve de base para un debate sobre el futuro de la apertura de los mercados de capitales entre las autoridades del más alto nivel. Los defensores de una mayor regulación y mayores

\* Carmen M. Reinhart: University of Maryland, Department of Economics, 4118D Tydings Hall, College Park, MD 20742 (e-mail: [creinhar@umd.edu](mailto:creinhar@umd.edu)). Vincent R. Reinhart: American Enterprise Institute, 1150 Seventeenth Street, N.W., Washington, DC 20036 (e-mail: [vincent.reinhart@aei.org](mailto:vincent.reinhart@aei.org)). Traducción: Margarita Forsberg.

CUADRO 1. Mediana de comportamiento en 15 crisis financieras del siglo XX

	Crecimiento del PBI real per cápita	Tasa de desempleo	Variación en precios de valores	Precios reales de viviendas $T - 1 = 100$
$T - 10$ a $T - 6$	3.3	4.1	8.1	73.3
$T - 5$ a $T - 2$	4.4	3.5	14.5	92.1
$T - 1$	3.2	3.4	-15.1	100.0
$T$	1.6	5.1	-27.6	95.1
$T + 1$	-5.8	6.8	-4.5	83.7
$T + 2$ a $T + 5$	3.0	9.0	10.9	76.4
$T + 6$ a $T + 10$	3.8	6.2	12.1	82.8

FUENTE: Reinhart y Reinhart (2010). NOTA:  $T$  denota el año de la crisis.

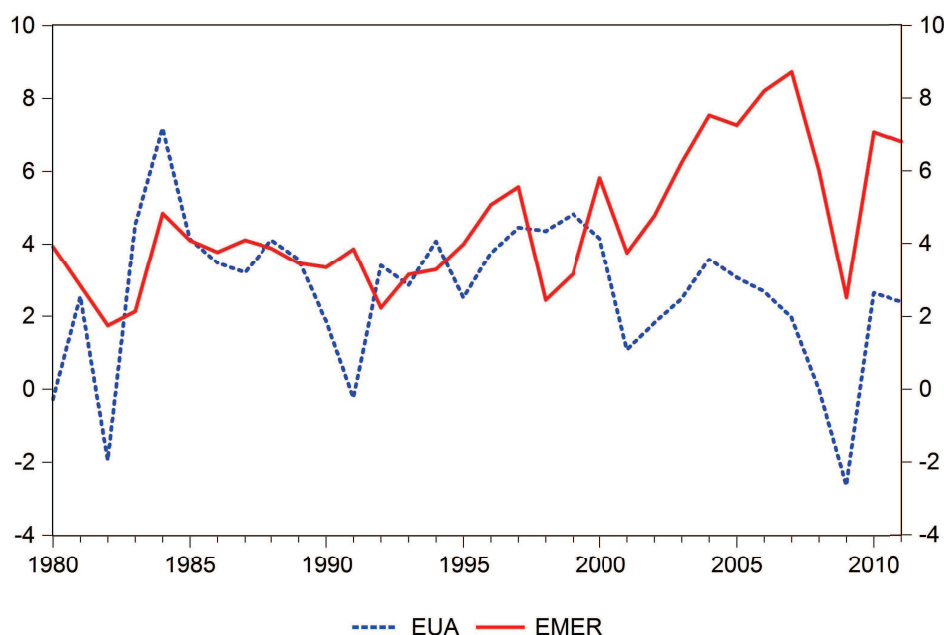
controles directos cuentan con dos ventajas. Por un lado, muchos de los mecanismos que traban los engranajes de las finanzas internacionales se pueden considerar medidas prudenciales. Entre estas se incluye elevar la tasa de encaje, incrementar el colchón de liquidez de activos domésticos “seguros”, y aumentar los impuestos a algunas formas de ingresos financieros. Por otro lado, la situación ha cambiado: en los treinta años anteriores había un problema por la poca coordinación que podían lograr quienes querían detener la ola de una mayor apertura financiera, puesto que las propuestas presentadas por uno o dos países eran desestimadas ya que quienes no se adherían a ellas sólo perdían una porción de mercado en un sistema de comercio global competitivo. Hoy en día, la crisis financiera ha motivado a los bancos centrales de muchos países a actuar al mismo tiempo, por lo que un esfuerzo multilateral resulta más probable.

En lo que resta del prefacio sustentaremos por qué consideramos que la evolución económica mundial intensificará las presiones para el retorno de la represión financiera. En otras palabras, habrá una mayor disposición en todo el mundo para utilizar las herramientas analizadas en el documento que sigue a este prefacio. Si esto último es cierto, una vez que esto ocurra, los últimos treinta años parecerán una curiosa repetición del auge de la movilidad de capitales del periodo que precedió a la Primera Guerra Mundial.

Sin lugar a dudas, las crisis financieras tienen un enorme costo en términos reales. En un estudio presentado recientemente en el simposio *After the Fall* (“Después de la caída”) organizado por el Jackson-Hole Symposium del Banco de la Reserva Federal de Kansas, analizamos el desempeño económico de los países en el contexto de quince crisis financieras graves registradas en la segunda mitad del siglo XX (Reinhart y Reinhart, 2010). El Cuadro 1 muestra algunos de estos resultados.

La cuarta fila muestra el valor promedio del indicador de desempeño económico para el conjunto de países en el año de la crisis. Después de una crisis financiera grave, la recesión por lo general se profundiza (columna 1), luego de lo cual las economías se recuperan lentamente y se ubican en una senda de crecimiento menor a la del crecimiento promedio que tenían en la década anterior a la crisis. La tasa de desempleo (columna 2) se mantiene elevada. Los precios de los valores son más acordes con la crisis y se recuperan en forma relativamente rápida, pero los precios reales de las viviendas siguen descendiendo durante la mayor parte de la década posterior a la crisis.

Las implicancias de los datos analizados son desalentadoras en términos de la distribución mundial del crecimiento económico. Las economías desarrolladas - el “Norte”, como se las denomina con frecuencia en la literatura económica - fueron el centro de las crisis financieras sistémicas. Las economías emergentes - el “Sur” - pueden haber entrado en recesión, pero fue sobre todo porque se vieron arrastradas por sus

**GRÁFICO 1.** Crecimiento Real del PBI en EEUU y en economías emergentes (en porcentajes)

FUENTE: Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, octubre de 2010.

socios comerciales y no debido a la situación de sus instituciones financieras. Si las economías avanzadas siguen el mismo patrón de recuperación que mostraron anteriormente en crisis financieras previas, el ritmo de crecimiento será lento y el desempleo se mantendrá elevado. Este impedimento no es algo que compartan las economías emergentes.

El Gráfico 1 muestra el crecimiento del PBI real en las dos regiones en los últimos treinta años. Las economías avanzadas (la línea punteada) ya habían estado creciendo más lentamente que las economías emergentes (la línea continua) durante una década. Si las economías desarrolladas no superan las trabas asociadas con la recuperación incompleta de la crisis financiera, la brecha de crecimiento se seguirá ampliando. Son muchas las implicancias de un desequilibrio de crecimiento regional extendido en términos tanto de flujos de activos como de precios, pero sólo señalaremos aquéllos relacionados con las actitudes internacionales frente a los flujos de capital y la acumulación de reservas.

En primer lugar, la profunda recesión y lenta recuperación inicial de muchas economías avanzadas han generado una respuesta de medidas de políticas sin precedentes, contrarrestándose la debilidad de las economías de muchos con ambiciosos programas de estímulo fiscal. Sin embargo, esos programas han impuesto una presión aun mayor sobre las finanzas públicas, que ya empezaban a recuperarse de las consecuencias directas de la recesión y la crisis, ya que han conllevado a una menor recaudación de impuestos, un gasto mayor en los estabilizadores automáticos, y un fuerte costo del rescate financiero una vez que los errores privados se convirtieron en obligaciones públicas.<sup>1</sup> Como resultado de todo esto, importantes déficit fiscales se añadieron a los ya considerables saldos de deuda.

La política monetaria también respondió activamente, puesto que los principales bancos centrales redujeron sus tasas de interés de política monetaria y expandieron sus hojas de balance. En varios casos, los bancos centrales se vieron obligados a incursionar en territorios hasta entonces inexplorados. A la cabeza de esa fuerza expedicionaria estaba la Reserva Federal, que implementó una serie de medidas

<sup>1</sup> Este es el tema central del capítulo 14 sobre las consecuencias de las crisis financieras en Reinhart y Rogoff (2009).

de flexibilización sin precedentes tanto por la rapidez, como por la magnitud y forma con que fueron adoptadas.

Expectativas de tasas de interés bajas en el corto plazo impulsan a los inversionistas a buscar alternativas de inversión más riesgosas, algunas de ellas en el exterior. Por ello, muchos países se están beneficiando del ingreso inesperado de flujos de capital. En un trabajo anterior nos referimos a estos episodios de entrada de capitales inusualmente altos como periodos de “bonanza” (Reinhart y Reinhart, 2008). Estos flujos de capital están históricamente vinculados con presiones apreciatorias de la moneda local y con un periodo de auge en los mercados de activos nacionales.

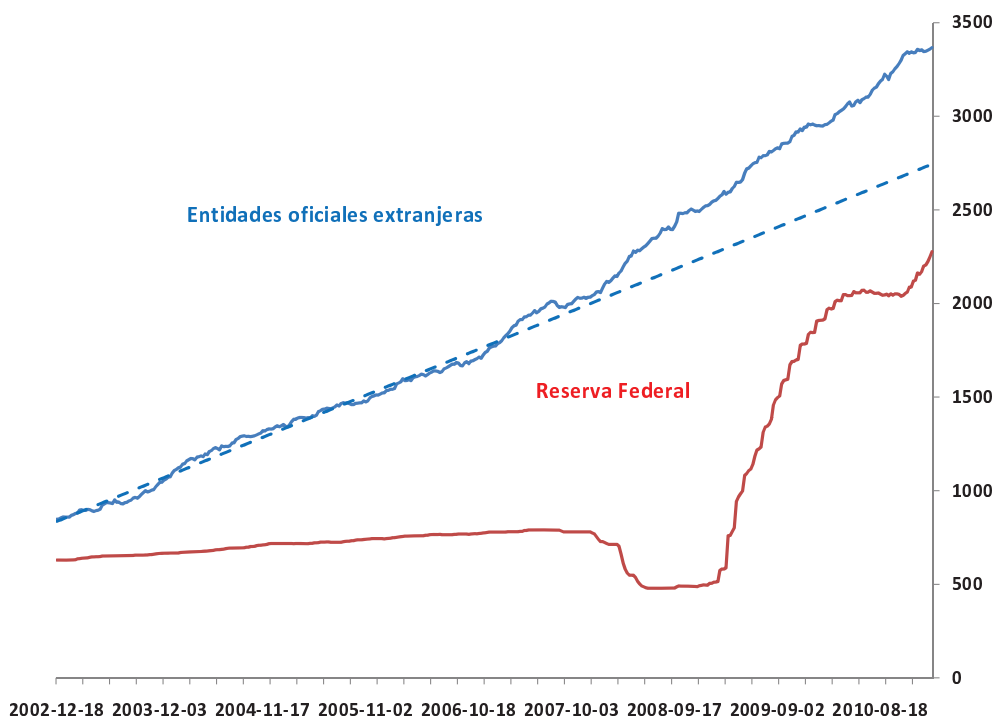
Sin embargo, el ingreso de flujos de capital puede ser un arma de doble filo, especialmente en economías con mercados financieros internos poco profundos y cuando se trata de flujos de capitales de corto plazo. En las economías emergentes a menudo se trata de impedir los efectos que producen estos flujos de capitales. El trabajo que se presenta a continuación describe los diversos instrumentos de políticas que pueden aplicarse con ese fin. Uno de los mecanismos más utilizados, en ese sentido, en los últimos años ha sido la intervención cambiaria. En muchas economías emergentes, especialmente en las ubicadas en la Cuenca del Pacífico, la estrategia de crecimiento ha estado impulsada por las exportaciones. Al parecer, un elemento clave de esta estrategia es mantener un tipo de cambio bilateral estable en relación al dólar, pero esto obliga a las economías emergentes a evitar la apreciación de sus monedas y a acumular reservas en dólares cuando la economía ancla (por ejemplo, los EEUU), atascada por sus problemas financieros, mantiene una política monetaria acomodadiza sin precedentes.

Países en desarrollo y economías emergentes han incrementado significativamente sus reservas. Según las estimaciones del FMI, entre los años 2008 y 2010 las reservas de estos países aumentaron en US\$ 1.9 billones, o alternativamente sus ingresos nominales aumentaron en alrededor de 7.75 por ciento durante ese periodo. Asimismo, la encuesta del FMI *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves* (“Composición de reservas internacionales por tipo de moneda”) muestra que alrededor de dos tercios del incremento de reservas ha estado denominado en dólares.

El indicador que mejor refleja el nivel de actividad de las reservas oficiales es el monto total de valores de entidades oficiales que se mantienen en custodia en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York (BRFNY). No todas las entidades responsables de administrar reservas mantienen sus valores en el BRFNY y algunas tienen activos en dólares que no han sido emitidos por el Tesoro estadounidense o que no están garantizados por organismos gubernamentales. La información sobre los montos se publica semanalmente, los datos muestran que estos montos se han incrementado en casi US\$ 3.5 billones a la fecha de la última observación contemplada en Gráfico 2.

Como se puede apreciar en el Gráfico 2, las entidades oficiales extranjeras poseen una mayor cantidad de valores que la Reserva Federal. También se puede observar que el ritmo de incremento de reservas aumentó en relación con la tendencia anterior cuando se intensificó la crisis financiera en el año 2008. De hecho, en febrero de 2011 el monto de reservas en custodia era 22 por ciento mayor que el señalado por la tendencia registrada entre fines de 2002 y fines de 2007 (la línea discontinua). En efecto, el valor de los montos acumulados en los últimos tres años es casi igual al acumulado por la Reserva Federal con su tan pregonada flexibilización monetaria (*quantitative easing*). En otras palabras, en los países del “Sur” las políticas relativas al ingreso de flujos de capital y la acumulación de reservas han llegado a ser tan importantes en términos cuantitativos como las políticas domésticas de los bancos centrales de los países del “Norte”.

Mientras la política monetaria de los países desarrollados permanezca orientada hacia consideraciones internas, se seguirá poniendo a prueba la disposición de las economías emergentes para limitar fluctuaciones en el tipo de cambio. Entre tanto, algunas economías desarrolladas deberán financiar déficit

**GRÁFICO 2.** Valores de entidades del gobierno en miles de millones de US\$

FUENTE: Federal Reserve Board, release H4.1.

de magnitudes considerables y refinar importantes deudas. En ese contexto, es bastante probable que desaparezca la reticencia mostrada anteriormente frente al control de capitales y otras restricciones al financiamiento. Después de todo, las restricciones a los flujos financieros generan mercados más cautos. Para los mercados emergentes, esto los aísla de efectos de la política monetaria de las economías avanzadas que pueden ser inadecuados para los contextos nacionales. Para las economías avanzadas, esto restringirá la competencia por la deuda que deben vender. En dichas circunstancias, se puede afirmar que se recurrirá cada vez con mayor frecuencia a los instrumentos de política que se analizan en “Entrada de capitales y acumulación de reservas: evidencia reciente”.

## REFERENCIAS

- Calvo, G. y C. Reinhart (2002), “Fear of floating”, *Quarterly Journal of Economics*, CXVII(2), 379-408.
- Reinhart, C. y V. Reinhart (2008), “Capital flow bonanzas: An encompassing view of the past and present”, NBER International Seminar on Macroeconomics.
- Reinhart, C. y V. Reinhart (2010), “After the fall”, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson-Hole Symposium.
- Reinhart, C. y V. Reinhart (2011), “Pride goes before a fall: Federal Reserve policy and asset markets”, *Cato Journal*, (en prensa).
- Reinhart, C. y Kenneth S. Rogoff (2009), *This Time It's Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.