

# R

## espuestas de POLÍTICA ECONÓMICA frente al influjo de CAPITALES

DANIEL BARCO\* Y PAUL CASTILLO\*\*

Entre el 19 y 20 de julio se llevó a cabo en la ciudad de Cusco el conversatorio: International Capital Movements: Old and New Debates, organizado por el Reinventing Bretton Woods Committee, el Grupo Intergubernamental de los 24 y el BCRP, en el que se discutieron los beneficios, así como los riesgos del retorno de los capitales a las economías emergentes como resultado de la normalización de las condiciones económicas en un buen número de estas economías. Este artículo discute las alternativas de política económica que se pueden considerar frente al influjo de capitales.<sup>1</sup>

\* Jefe del Departamento de Políticas del Sector Real del BCRP.  
daniel.barco@bcrp.gob.pe

\*\* Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP.  
paul.castillo@bcrp.gob.pe

<sup>1</sup> En el conversatorio participaron representantes de instituciones públicas de distintos países, de organizaciones supra-gubernamentales, de bancos de inversión privados y de instituciones académicas y de investigación.

Los capitales están retornando a las economías emergentes. El Instituto de Finanzas Internacionales proyecta que este año ingresarán \$709 mil millones de capitales privados a las economías emergentes, 35% más de lo que se estima para 2009, pero aún lejanos a los US\$ 1,28 billones registrados en 2007, antes del estallido de la crisis financiera internacional.<sup>2</sup>

**Si bien los capitales están retornando, no necesariamente se trata de los mismos inversionistas.** Una característica importante del renovado flujo de capitales a las economías emergentes es que actualmente están destinados en menor medida a inversión en portafolio y a financiar déficits públicos y, por el contrario, están compuestos principalmente de inversión directa (IDE). Así, la misma institución estima que este año ingresarán US\$ 435 mil millones para IDE, casi cinco veces la cifra que estaría destinada a inversión en portafolio (US\$ 94 mil millones). Ver gráfico 1.

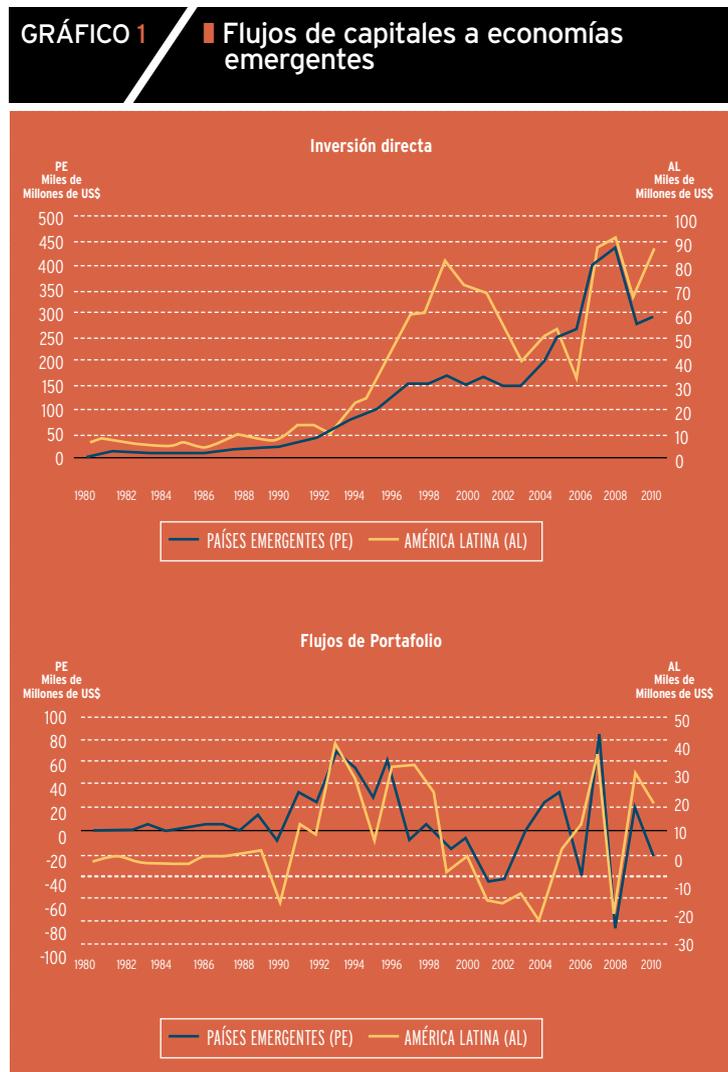
**A pesar de que esta nueva composición de los flujos de capitales está vinculada de manera más estrecha al aumento de la producción, los riesgos aún subsisten.** Si bien la participación de la inversión en portafolio en el flujo actual se ha reducido, su nivel es aún importante y puede generar una reversión repentina de los mismos. Asimismo, la inversión extranjera puede ser más difícil de ser revertida inmediatamente, pero se puede paralizar en un escenario de crisis o incertidumbre. Y lo que importa para el crecimiento del producto en el corto plazo es principalmente el flujo y no el stock.

Por otro lado, también se registra una importante participación de préstamos internacionales, los que duplicarían a los flujos de inversión en portafolio. Al respecto, la vinculación entre flujos de capitales y expansión crediticia podría generar riesgos potenciales a una economía en ausencia de adecuadas medidas de macro-regulación. Así, existe amplia evidencia empírica, como la recopilada en Reinhart y Reinhart (2008), que muestra que los períodos de sobre expansión crediticia están generalmente precedidos por períodos de influjo de capital, particularmente de corto plazo, lo que puede terminar generando las semillas de futuras crisis bancarias y financieras.

Esto ocurre porque los mercados financieros muchas veces trabajan con información incompleta e imperfecta o bajo relaciones de conflicto de interés. En estos casos, el valor de algunos activos puede desvincularse de los fundamentos de la economía debido a expectativas exacerbadas de algunos agentes. A su vez, este mayor valor de los activos, genera una mayor capacidad para respaldar nuevos préstamos, los que se destinan nuevamente a la compra de activos elevando más su precio y generando un círculo vicioso que, de romperse, puede traer consecuencias indeseables.

El peligro de este círculo vicioso se exagera si el aumento del valor de los activos financieros genera descalces cambiarios o de plazos en los balances de las empresas y familias, incrementando su vulnerabilidad ante reversiones repentinas de los flujos de capital. Así, de ocurrir una salida de capitales, se generaría una venta de activos con caídas importantes en los precios de los mismos, exponiendo la vulnerabilidad de los balances y la posición financiera de las empresas y familias, en particular las que se encuentran altamente endeudadas. El deterioro del balance de las empresas, a su vez, puede comprometer la calidad de los activos bancarios, lo que finalmente puede devenir en una crisis financiera.

**En este contexto, es necesario establecer medidas de tipo macro-prudencial.** La finalidad de esta medida es incentivar, por un lado,



<sup>2</sup> Institute of International Finance (2010).

un menor flujo de capitales de corto plazo, y, por otro lado, reducir el impacto de éstos sobre la evolución de la liquidez y el crédito del sistema financiero. Esta es una idea que en los noventa –los años de liberalización financiera basada en el Consenso de Washington– no era aceptada por el mainstream de la política económica; sin embargo cada vez se debate con mayor intensidad y viene ganando aceptación mayoritaria. Por ejemplo, en un artículo de discusión publicado este año del Fondo Monetario Internacional<sup>3</sup> se acepta la posibilidad de utilizar instrumentos regulatorios frente a fuertes influjos de capitales. Igualmente, artículos académicos recientes, muestran que cuando los mercados financieros son imperfectos resulta conveniente limitar ciertos influjos de capitales, en particular los de corto plazo y en moneda extranjera, que por su naturaleza tienden a exacerbar los riesgos de descalces cambiarios<sup>4</sup>.

Sin embargo, existe una amplia gama de instrumentos que pueden ser considerados ex ante para lograr estos fines. Es necesario, por lo tanto, contar con criterios que nos permitan evaluar la idoneidad de los mismos. Un concepto que se ha planteado para hacer la evaluación de estos instrumentos es el análisis costo-beneficio.

Al respecto, los instrumentos macro prudenciales tienen costos que se reflejan principalmente a nivel microeconómico, mientras que los beneficios son de orden macroeconómico, reflejados en una menor volatilidad de variables reales, como la inversión y el consumo, así como el tipo de cambio.

Un ejemplo de este tipo de instrumentos aplicados en el Perú son los encajes a los adeudados de corto plazo de las entidades con el exterior y los encajes en moneda extranjera a los depósitos. Ambos instrumentos permiten que un porcentaje importante de los flujos de capitales que ingresa al país a través del sistema financiero se mantenga en el Banco Central bajo la forma de activos líquidos, lo que evita una expansión desmedida del crédito y favorece una posición adecuada de liquidez internacional de las entidades financieras.

Asimismo, el encaje genera que estos pasivos se encarezcan frente a otros, en particular respecto aquellos en moneda nacional y de mayor plazo, por lo que estas medidas actuarían también como un incentivo para que los bancos sustituyan fuentes de financiamiento de corto por aquellas de largo plazo y las de moneda extranjera por moneda nacional, resultado que, a su vez, reduce la vulnerabilidad de las entidades del sistema financiero frente a reversiones abruptas de flujos de capital.

Actualmente, como parte de las propuestas de reforma al sistema financiero internacional, se viene discutiendo la posibilidad de incorporar nuevas herramientas de carácter macro-regulatorio al conjunto de herramientas disponibles para reducir el potencial surgimiento de riesgos sistémicos, como requerimientos de liquidez y de capital cíclicos, y esquemas de provisiones cíclicas, entre otros. Muchos de estos instrumentos se utilizan actualmente con propósitos de regulación bancaria. Sin embargo, la propuesta es que se intensifique su uso con la finalidad de reducir la volatilidad del ciclo económico y en particular el carácter pro cíclico del crédito y del precio de los activos financieros.

La política fiscal también puede contribuir al esfuerzo de aminorar los efectos negativos de los influjos de capitales generando una sólida posición financiera. Al generar ahorros, el fisco contribuye a evitar una apreciación del tipo de cambio real al reducir la demanda agregada sobre el sector real no transable de la economía. Asimismo, en la medida que estos ahorros se destine a pagar deuda externa o se constituyan en un fondo de estabilización invertido en el exterior, se reduce el influjo neto de capitales al país. Además, de manera indirecta, en la medida que el Fisco acumula depósitos en el BCRP contribuye al proceso de esterilización de las intervenciones cambiarias gatillados por fuertes influjos transitorios de capitales.

No cabe duda que los capitales foráneos son un complemento importante para sostener la inversión en las economías emergentes, como la peruana, y que nuestro principal objetivo debe ser continuar concitando su atención no solo para financiar proyectos de gran envergadura, sino también para que sean dirigidos a nuevos emprendimientos. Sin embargo, mientras que nuestra economía no cuente con oportunidades productivas equiparables a la escala del flujo que pueden generar es importante que contemos con los instrumentos adecuados para regular su ingreso y, sobre todo, para inducir que su composición sea la más favorable para el crecimiento sostenible. ■

#### REFERENCIAS

- *Institute of International Finance* (2010), *Capital Flows to Emerging Markets*, IIF Research Note, 15 de abril de 2010.
- *Ostry, Jonathan David, Ghosh, Atish R. Habermeier, Karl Friedrich, Chamon, Marcos, Qureshi, Mahvash Saeed y Dennis Reinhard* (2010), "Capital inflows: The role of capital controls", IMF staff Position Note SPN/10/04.
- *Reinhart Carmen y Vicente Reinhart* (2008), "Capital flow bonanzas: an encompassing view of the past and present". NBER working paper N° 14321.
- *Korinek* (2010), "Regulating capital flows to emerging markets: an externality view". Universidad de Maryland.

<sup>3</sup> Ver el Ostry y coautores (2010).

<sup>4</sup> Ver Korinek (2010).