



## Sobre entradas y salidas de capitales: flujos brutos, netos y política económica

JOSÉ DE GREGORIO\*

*Los flujos de capitales son relevantes debido a su importancia para la estabilidad financiera, las fluctuaciones macroeconómicas y los tipos de cambio. Existen varias dimensiones en la discusión sobre los flujos de capitales, siendo una de las más importantes la distinción entre entradas brutas y entradas netas de éstos, distinción que tiene consecuencias en el manejo macroeconómico y la estabilidad financiera. Entonces, en este artículo, a fin de profundizar en el análisis de los mecanismos de transmisión de la entrada de capitales, se analizan y se discuten dichos conceptos, tomando en cuenta las distorsiones y los efectos subyacentes que se producen al emplear diferentes instrumentos de política.*

**Palabras Clave** : Flujos de capitales, política económica

**Clasificación JEL** : F3, F41.

Las entradas de capitales y su administración por parte de las autoridades de política han ocupado un lugar central en las agendas tanto de política como de la academia. La manera cómo se analizan los datos sobre flujos de capitales en discusiones públicas resulta muchas veces incompleta y confusa. El problema es que los flujos de capitales afectan a la economía desde varios ángulos y como muchos temas económicos, existe un componente ideológico nada trivial. En el ámbito económico, los flujos de capitales son relevantes debido a su importancia para la estabilidad financiera, las fluctuaciones macroeconómicas y los tipos de cambio.

Existen varias dimensiones en la discusión sobre los flujos de capitales. Lo primero es la distinción entre entradas brutas y entradas netas de capitales. Esta distinción tiene consecuencias en el manejo macroeconómico y la estabilidad financiera. El segundo elemento es que el manejo de política y la investigación económica concentran su atención en los efectos de las entradas de capitales sobre la estabilidad financiera, las fluctuaciones macroeconómicas y los tipos de cambio.

Es importante aclarar que, en una primera aproximación, las presiones cambiarias están asociadas a los flujos de capitales netos y no a los flujos brutos. En cambio, la estabilidad financiera está más asociada a entradas brutas. Esto es debido a que el volumen de los flujos, así como su composición, son relevantes para la vulnerabilidad del sistema financiero, en particular del sector bancario.

Las entradas netas de capitales son la contraparte del déficit en cuenta corriente. Entonces, un incremento en las entradas netas de capitales podría ser solo el reflejo de un aumento en el déficit

\* De Gregorio: Profesor, Departamento de Economía, Universidad de Chile (email: [jdegregorio@econ.uchile.cl](mailto:jdegregorio@econ.uchile.cl)).

de cuenta corriente. Asimismo, las entradas de capitales reflejan la contraparte de la acumulación de reservas internacionales. En efecto, varios episodios de grandes entradas de capitales han ocurrido con un pequeño déficit de cuenta corriente acompañado de una considerable acumulación de reservas. Existe una distinción en la literatura entre factores de arrastre y empuje subyacentes a la entrada de flujos de capital.<sup>1</sup> Los factores de arrastre o atracción se refieren a fundamentos en una economía que atraen flujos de capitales extranjeros, tales como un aumento en la productividad, o nuevas oportunidades de inversión, entre otros. En cambio, los factores de empuje son aquellos que se presentan debido a la coyuntura internacional, tales como un incremento en la liquidez mundial, un aumento en el ahorro del resto del mundo, una disminución de las tasas de interés en el exterior, entre otros. Además, se postula la existencia de un tercer factor, que puede denominarse como el factor de reservas. A pesar de ser un factor de arrastre, podría analizarse por separado.

El presente artículo intenta aclarar estos puntos. Se empieza en la sección 1 con la presentación de un simple marco teórico para analizar las entradas de capitales. En la sección 2, se discute el papel que juega la acumulación de reservas en el análisis de las entradas de capitales. El artículo continúa en la sección 3 con una breve revisión acerca de la evidencia empírica sobre flujos de capitales. A partir de ahí, el artículo se concentra en las entradas netas de capitales. A continuación, se presenta un análisis de las entradas brutas de capitales y sus implicancias para la estabilidad financiera en la sección 4. Finalmente, la sección 5 presenta algunas reflexiones finales.

## **1 FLUJOS DE CAPITALES, LA CUENTA CORRIENTE Y EL TIPO DE CAMBIO: CONCEPTOS BÁSICOS**

La teoría básica sobre entradas de capitales y tipos de cambio, en un contexto sin fricciones, comienza por observar que una entrada neta de capitales es por definición la contraparte del déficit de cuenta corriente. En efecto, la cuenta corriente es la variación en la posición neta de activos internacionales de una economía. Al mismo tiempo, la cuenta corriente es el resultado de las decisiones de ahorro e inversión de una economía. Por ende, una entrada neta de capitales es una fuente de financiamiento del déficit en cuenta corriente.

Cabe la posibilidad de, como ha ocurrido en varios episodios en economías de mercados emergentes y más recientemente en el sur de Europa, que las distorsiones en una economía o en el sistema financiero global originen déficits de cuenta corriente insostenibles. La contraparte de estos déficits de cuenta corriente insostenibles es una entrada excesiva de flujos de capitales. De hecho, varias experiencias de déficits de cuenta corriente de magnitud considerable pueden ocurrir incluso ante la ausencia de desbalances fiscales y no ser sostenibles, contrario a lo que sugiere la doctrina de Lawson.<sup>2</sup> Esto sería una señal de alerta para las autoridades de política ante posibles desbalances en la economía.

El tipo de cambio real de equilibrio es el precio relativo de los bienes domésticos con respecto a los bienes extranjeros que hace que la cuenta corriente sea consistente con el equilibrio entre el ahorro y la inversión en la economía. El tipo de cambio real es un precio relativo que asigna el gasto entre los bienes transables y no transables. Mientras más grande sea el déficit en cuenta corriente, más apreciado estará el tipo de cambio real. Esto asegura que más recursos sean asignados a la producción de bienes no transables cuando más gasto es asignado a bienes transables, incrementando así el déficit de cuenta corriente.

<sup>1</sup> Conocidos también como factores *pull* (atracción) y *push* (empuje).

<sup>2</sup> La doctrina de Lawson se refiere a la idea propuesta por Nigel Lawson, ministro de hacienda del Reino Unido en los 80's, que sugería que si los déficits en cuenta corriente reflejan las decisiones racionales de ahorro privado e inversión y si no hay distorsiones, entonces no hay razón para que un gobierno intervenga.

Para interpretar este mecanismo en el contexto de un “problema de entrada de capitales” se tiene que considerar que un incremento en la oferta de crédito extranjero aprecia el tipo de cambio y aumenta el déficit en cuenta corriente. Una reducción de las tasas de interés del exterior o una disminución de las restricciones de liquidez en el financiamiento externo reducen el nivel de ahorro interno. Esto se debe a un aumento en el gasto corriente que, al mismo tiempo, estimula la inversión. En este contexto, el consumo y la inversión se incrementan, lo que produce un mayor déficit de cuenta corriente y en consecuencia a una apreciación del tipo de cambio. Más aún, esta reducción genera un auge de la actividad interna que tendrá mayor impacto en el sector de bienes no transables. Qué tan deseable sea este proceso depende de las distorsiones que este mecanismo produzca en la economía. La consecuencia más común es el deterioro del crecimiento económico inducido por el sector exportador que puede tener consecuencias negativas permanentes en la capacidad de la economía para desarrollar tasas de crecimiento altas y sostenibles.

Existe un problema de simultaneidad cuando se analizan los datos debido a que la cuenta corriente y la cuenta financiera se determinan conjuntamente. Considérese, como primer caso, el incremento del déficit de cuenta corriente debido a que se espera un aumento en la productividad. Esto puede ser el caso de la implementación de reformas que alienten el crecimiento y que, a su turno, incrementan la productividad. En este caso, el aumento en la productividad produce un incremento en el consumo y la inversión que provocan una entrada neta de flujos de capitales debido a factores de atracción. El tipo de cambio real se aprecia.

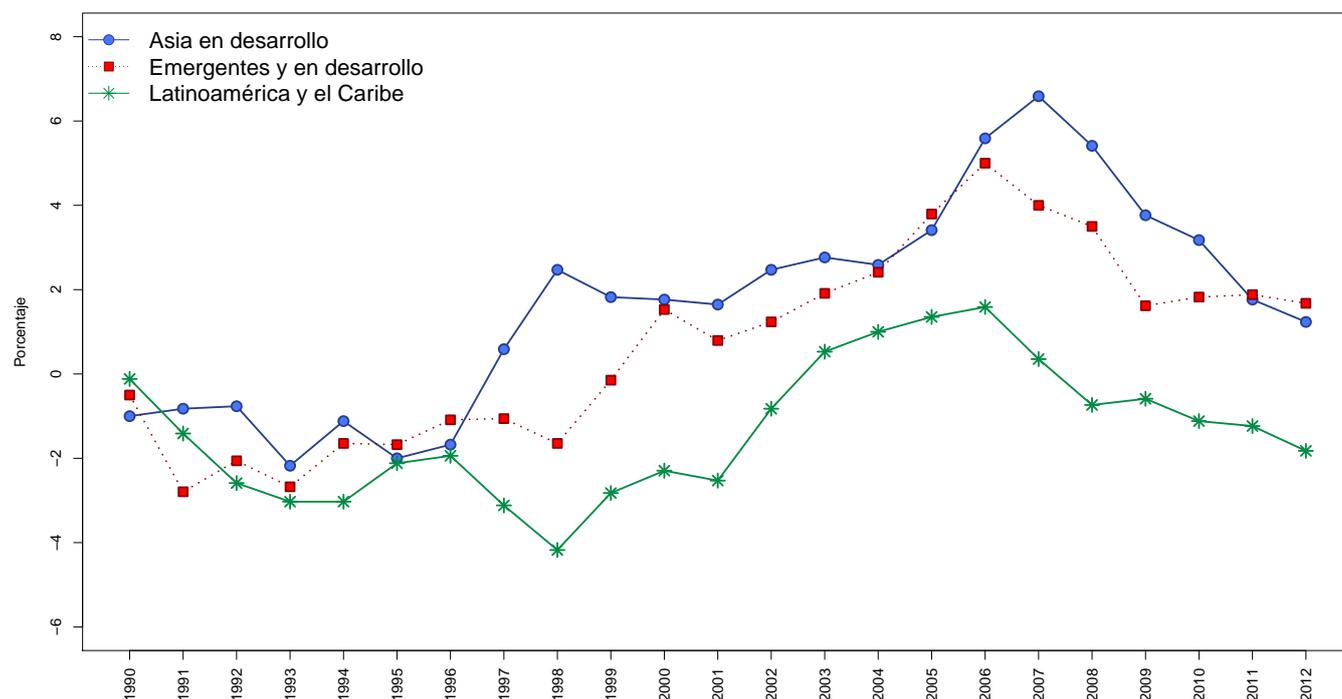
En contraste, como segundo caso, considérese que la tasa de interés del exterior disminuye, esto produce una expansión del consumo y de la inversión, una mayor déficit de cuenta corriente, una mayor entrada de flujos de capitales y una apreciación del tipo de cambio real. Efectos asociados a factores de empuje. En ambos casos, la moneda se aprecia, y hay un mayor déficit de cuenta corriente y una mayor entrada de flujos de capitales.

El primer caso es lo que se denomina en la literatura un factor de atracción; mientras que, el segundo caso se denomina factor de empuje. A pesar de que en ambos casos hay una expansión del gasto interno, la literatura hace esta distinción, ambos tienen el mismo impacto en la economía. Sin embargo, la fuente en el primer caso es interna; mientras que, en el segundo caso es externa.

El fundamento de este análisis es que una entrada de capital debe de ocurrir acompañada de un incremento del déficit de cuenta corriente. Por lo tanto, una revisión de los datos debe tomar en cuenta la evolución de la cuenta corriente. El Gráfico 1 muestra la cuenta corriente para el periodo 1990-2012 para un grupo de países. Calvo y otros (1996) señala la existencia del “problema” de la entrada de flujos de capitales a principios de la década de los noventa. En este periodo, efectivamente, déficits de cuenta corriente de magnitud considerable estaban acompañados por una apreciación del tipo de cambio, como se ha discutido anteriormente. Recientemente, en la mayoría de mercados emergentes se han presentado superávits de cuenta corriente o déficits moderados. En efecto, en el caso de la mayoría de países de Latinoamérica, las economías han experimentado déficits de cuenta corriente significativos durante la década de los noventa, más precisamente en el periodo anterior a la crisis asiática. En años recientes, los déficits de cuenta corriente han sido moderados, e incluso, en algunos casos se han presentado superávits.

La experiencia de la década de los noventa fue el resultado de una combinación de varios factores. Las economías latinoamericanas estaban saliendo de crisis de deuda gracias a la implementación de mejores políticas económicas. Al mismo tiempo, fue un periodo de abundante liquidez en los mercados globales; y por ende, hubo una relajación de las restricciones para conseguir financiamiento del exterior. Ciertamente, esta fue una coyuntura que no podía ser sostenible; las economías latinoamericanas experimentaron vulnerabilidades una vez que las condiciones cambiaron. Más aún, frecuentemente los lineamientos de política buscan aprovechar las condiciones coyunturales. Esta prociclicidad en las políticas induce a un

GRÁFICO 1. Balance de cuenta corriente (porcentaje de PBI)



NOTA: Los datos y las definiciones de los países son tomados de FMI (2012), publicación de abril de 2012. Los datos para el año 2012 corresponden a la proyección del *World Economic Outlook* (WEO).

auge de la actividad económica, que desafortunadamente termina de forma abrupta cuando la coyuntura internacional cambia y se presenta una salida de flujos de capitales. Por este motivo es importante implementar políticas que transicionen gradualmente frente a cambios en las condiciones internacionales.

Una diferencia importante entre este periodo de los 90's y el reciente episodio es la evolución de los términos de intercambio. La experiencia reciente de moderados déficits de cuenta corriente se debe en gran medida a un incremento significativo de los términos de intercambio. El incremento de los términos de intercambio, ceteris paribus, conlleva a una apreciación del tipo de cambio. Es decir, para niveles dados de producción interna y gasto, el tipo de cambio real debe apreciarse. Adicionalmente, un incremento del valor de la producción interna con respecto a la producción del exterior, sumado al hecho de que una parte del choque de términos de intercambio es destinado al ahorro interno, conlleva a una mejora de la cuenta corriente. Cuando las economías experimentan superávits de cuenta corriente, estas se vuelven exportadoras de flujos de capitales en vez de importadoras. Es posible que una mejoría en las condiciones financieras dé lugar a un superávit de cuenta corriente, lo que conlleva a presiones adicionales sobre el tipo de cambio. Sin embargo, los movimientos del tipo de cambio se explican principalmente por variaciones en los términos de intercambio y en menor medida por variaciones en los flujos de capitales.

En resumen, es difícil determinar la causalidad de las variaciones entre los flujos de capitales y de la cuenta corriente. Para que los flujos de capitales causen variaciones en la cuenta corriente, estos deben producir cambios en los precios relativos; es decir, deben poder afectar al tipo de cambio real.

## 2 ENTRADAS DE CAPITALES Y ACUMULACIÓN DE RESERVAS

El análisis e interpretación de los datos se complica aún más si la economía está acumulando reservas. En un modelo sin fricciones, las reservas no juegan ningún papel en el lado real de la economía. Sin embargo, en lo que sigue de la discusión, se asume que las reservas internacionales tienen un efecto sobre el tipo de cambio y que a través de este efecto pueden afectar la cuenta corriente, y consecuentemente la entrada de flujos de capitales.

Tomando en cuenta errores y omisiones, bajo un régimen cambiario flexible, la cuenta corriente debe ser igual al superávit de la cuenta financiera. Sin embargo, cuando existe acumulación de reservas, la entrada neta de flujos de capitales es igual al déficit de la cuenta corriente más la acumulación de reservas. Es decir:

$$CC + CF = \Delta R, \quad (1)$$

donde  $CC$  y  $CF$  representan los balances de la cuenta corriente y de la cuenta financiera, respectivamente, y  $\Delta R$  representa la variación de las reservas internacionales. Por lo tanto, la entrada neta de flujos de capitales se puede interpretar como el resultado de un déficit de cuenta corriente ( $-CC$ ) y una acumulación de reservas  $\Delta R$ . Se toma en cuenta que la causalidad se da en la dirección contraria, la acumulación de reservas es el resultado de una entrada significativa de flujos de capitales.

Si la acumulación de reservas no tiene ningún efecto sobre el tipo de cambio, y en consecuencia no tiene ningún efecto sobre la cuenta corriente (como es el caso en el modelo sin fricciones), las variaciones de la cuenta financiera,  $CF$ , estarán en proporción uno a uno con las variaciones de las reservas internacionales,  $\Delta R$ . En este caso, desde el punto de vista de la posición neta de reservas internacionales, solo resulta en un cambio en la composición del portafolio de la economía. Este cambio en la composición del portafolio provoca a su vez un incremento en la entrada de capitales. De ser este el caso, el indicador apropiado para evaluar la entrada de flujos de capitales sigue siendo el balance de cuenta corriente de la economía.

Sin embargo, para que la acumulación de reservas absorba parte de las entradas de capitales sin incrementar el déficit de cuenta corriente, la acumulación debe afectar el tipo de cambio real. La intervención cambiaria a través de acumulación de reservas tiene un impacto en el tipo de cambio, a pesar de que este efecto no ha sido explícitamente corroborado empíricamente. Un proceso de acumulación de reservas que deprecia el tipo de cambio disminuye el déficit de cuenta corriente; y en consecuencia, la entrada neta de capitales varía en menos que proporcionalmente con respecto a la acumulación de reservas. Si se diferencia la ecuación (1) (que es una relación contable) con respecto a la variación de las reservas y si se denota por  $q$  al tipo de cambio real, tenemos que:<sup>3</sup>

$$\frac{\partial CC}{\partial q} \frac{\partial q}{\partial R} + \frac{\partial CF}{\partial R} = 1. \quad (2)$$

Por lo tanto, si  $\frac{\partial q}{\partial R} = 0$ , es decir, si la acumulación de reservas no tiene efectos sobre el tipo de cambio, la entrada neta de flujos de capitales se incrementa en la misma magnitud que las reservas internacionales. Por el contrario, si  $\frac{\partial q}{\partial R} > 0$ , el incremento será de menor magnitud debido a que la acumulación de

<sup>3</sup> Este es un ejercicio de estática comparativa con respecto a las relaciones de equilibrio. Esto se debe a que  $CC$  y  $q$  se determinan endógena y simultáneamente. También se ha hecho el supuesto de que las reservas internacionales pueden afectar el tipo de cambio "real". El tipo de cambio real es el precio relativo de los bienes del exterior con respecto a los bienes internos, por lo que un aumento en  $q$  es una depreciación.

reservas afecta el tipo de cambio. Este resultado depende de qué tan significativos sean los efectos de la acumulación de reservas en el tipo de cambio; así como también, de la elasticidad de la cuenta corriente con respecto al tipo de cambio. Dado que los efectos de intervenciones esterilizadas son temporales y que existen retrasos en los efectos sobre el tipo de cambio, es poco probable que estos efectos sean significativos.<sup>4</sup>

Debido a que no se conoce con certeza los efectos de la acumulación de reservas en los flujos de capitales, es recomendable analizar los balances tanto de la cuenta corriente como de la cuenta financiera. Sin embargo, es necesario tener en cuenta que un superávit significativo de la cuenta financiera, lo que se ha denominado una “entrada significativa de flujos de capitales”, puede ser el resultado directo de una política de acumulación de reservas en vez de una entrada de flujos de capitales debida a factores de empuje, o a una expansión desmedida del gasto interno que, a su vez, genere un déficit de cuenta corriente. Por otro lado, una significativa acumulación de reservas puede ser la respuesta de política a una entrada masiva de flujos de capitales.

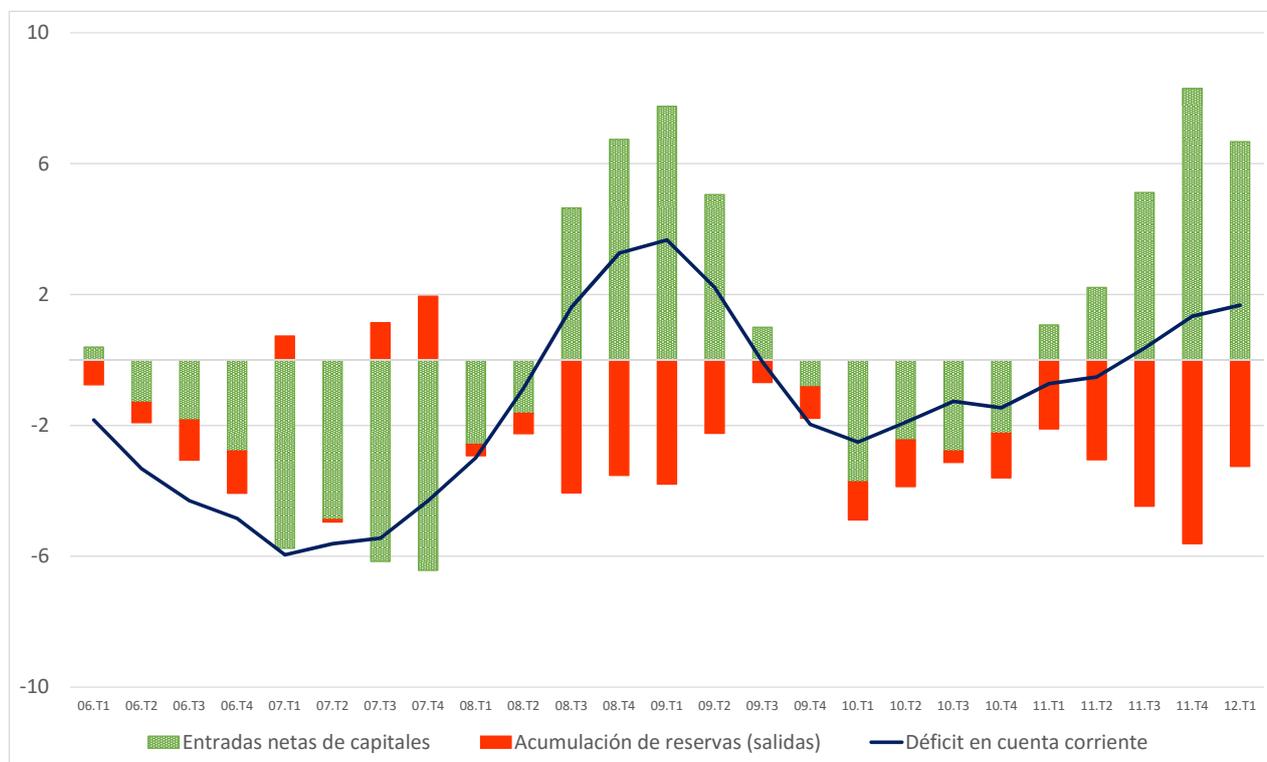
### 3 EVIDENCIA RECIENTE SOBRE FUERTES ENTRADAS DE FLUJOS DE CAPITAL

Para empezar a revisar la evidencia empírica, el Gráfico 2 presenta el reciente caso de la economía chilena. Se puede ver en dicho gráfico que los movimientos del déficit de cuenta corriente tuvieron una alta correlación con los términos de intercambio. En particular, la fuerte caída del precio del cobre explica en gran medida el déficit de cuenta corriente que ocurrió entre finales de 2008 y principios de 2009. Se presentaron dos episodios en los cuales la entrada neta de flujos de capitales fue significativamente mayor que el déficit de cuenta corriente. Este último por su lado, fue significativamente pequeño. Durante estos dos episodios que ocurrieron en 2008 y 2011, el Banco Central de Chile decidió acumular reservas para fortalecer la posición de liquidez internacional de la economía y proteger el tipo de cambio. En ambos casos, no se presentó un problema de flujos de capitales. Más aún, existía la expectativa de que el 2008 fuera un año en el que se experimentaría una fuerte entrada neta de capitales.<sup>5</sup> Hacia finales de 2011, el balance de cuenta corriente estaba en equilibrio, mientras que el balance de la cuenta financiera alcanzó un pico de 6 por ciento del PBI. Por el contrario, entre el 2006, 2007 y 2010, la cuenta corriente presentó superávits mientras que la economía experimentó una salida neta de capitales. En ambos casos, no hubo un “problema de entrada de flujos de capitales”, y durante los años en que se acumularon reservas, la entrada neta de capitales se explica por un aumento en el nivel de reservas en lugar de déficits en la cuenta corriente.

Dado que varias economías de mercados emergentes han acumulado cantidades considerables de reservas, no sorprende que en los datos se vea un número considerable de “grandes entradas de capitales”. En realidad sería más apropiado pensar, cuando vemos estos balances, en “considerables aumentos de reservas internacionales”. Tomando esto en cuenta, a continuación se revisa la evidencia empírica. La literatura ha denominado factores de atracción a aquellos que se originan a partir de incrementos en la demanda doméstica que necesitan ser financiados externamente, y factores de empuje a aquellos que se originan del incremento de la demanda externa por activos domésticos debido a desarrollos externos. Este

<sup>4</sup> El caso contrario se da cuando el primer término del lado izquierdo es igual a 1, lo que significa que un aumento en las reservas no tiene ningún efecto en los flujos de capitales. Por lo tanto, el déficit de cuenta corriente es de la misma magnitud que la acumulación de reservas. Este sería el caso en que la acumulación de reservas sea completamente eficiente. Sin embargo, la evidencia acerca de los efectos transitorios de la acumulación de reservas y de las elasticidades de corto plazo de la cuenta corriente con respecto al tipo de cambio apunta a que este término tienda a cero.

<sup>5</sup> Durante el primer trimestre de 2008 el peso chileno alcanzó su valor máximo con respecto al dólar americano después de varios trimestres en los que la economía experimentó una salida neta de capitales.

**GRÁFICO 2.** Chile: déficits de cuenta corriente y entradas de capitales netos (flujos anuales acumulados, % del PBI)

FUENTE: Banco Central de Chile

análisis sugiere un tercer factor, que por simplicidad, puede denominarse factor de reservas (o política de atracción).

**CUADRO 1.** Incremento en la entrada neta de capitales

Región	Periodos	Entradas netas de capitales	Cuenta corriente	Variación en reservas
<i>Latinoamérica</i>	1990s	7.5	-4.6	2.5
	2000s	6.7	-1.7	4.2
<i>Asia</i>	1990s	7.6	-4.8	2.8
	2000s	3.7	3.2	5.6
<i>Europa</i>	1990s	11.0	-6.4	4.4
	2000s	17.3	-10.5	3.1

FUENTE: Gosh y otros (2012) para la entrada de flujos de capitales, y IMF-IFS para la cuenta corriente y acumulación de reservas.

Gosh y otros (2012) analiza grandes incrementos en flujos de capitales en una amplia muestra de economías emergentes. Los autores analizan variaciones significativas de entradas netas de capitales privados desde 1980 a 2009. Los más recientes casos de grandes entradas de capitales no están incluidos, pero el análisis que se realiza es lo suficientemente amplio para usar los resultados en la interpretación de

las fuentes que explican los flujos de capitales. En la Tabla 1, se muestran las estadísticas para tres grupos de países.<sup>6</sup> En su artículo, *Gosh y otros (2012)* emplean dos metodologías distintas para identificar si hubo o no una entrada considerable de flujos de capitales para cada año de los datos. La primera metodología consiste en una definición tradicional que utiliza umbrales; es decir, una entrada de flujos de capitales es denominada considerable si su magnitud es mayor que cierto umbral previamente determinado. La segunda metodología consiste en agrupar estadísticamente en tres grupos a las economías; es decir, una economía puede tener una entrada de capitales considerable, normal o puede tener una salida de capitales. Ambas metodologías tienen conclusiones similares. Para los propósitos del análisis se seleccionó los episodios de entradas de capitales de magnitudes considerables identificadas por ambas metodologías. En el caso en que ambas metodologías coincidan en identificar un episodio de entrada de capitales de magnitud considerable, se utilizó el mismo periodo para ambas metodologías.

En la década de los noventa, como se ha mencionado anteriormente, las entradas de capitales hacia Asia y América Latina fueron de mayor magnitud que las que tuvieron lugar en la primera década del siglo XXI. En particular, la entrada de capitales promedio de las economías asiáticas fue de 7.6 por ciento del PBI, mientras que el déficit de cuenta corriente de dichas economías fue de 4.8 por ciento del PBI, esto es consistente con la narrativa de la crisis asiática. En el periodo previo a la crisis, las economías presentaron grandes desbalances en su cuenta corriente. Por el contrario, en la primera década del siglo XXI, Corea del Sur tuvo dos episodios de entradas de capitales considerables asociadas a acumulaciones de reservas de grandes magnitudes y a superávits de la cuenta corriente. Los superávits de cuenta corriente fueron el resultado de una acumulación de reservas originadas por la entrada de capitales.

En América Latina, las entradas netas de capitales durante la primera década del siglo XXI fueron ligeramente de menor magnitud con respecto a las de la década de los noventa. Sin embargo, la composición entre los déficits de cuenta corriente y la acumulación de reservas fue distinta a la de las economías asiáticas. Durante la década de los noventa, la entrada neta de capitales fue la contraparte de los déficits de cuenta corriente, esto es consistente con el Gráfico 1. Mientras que en la siguiente década, hubo una considerable acumulación de reservas.<sup>7</sup>

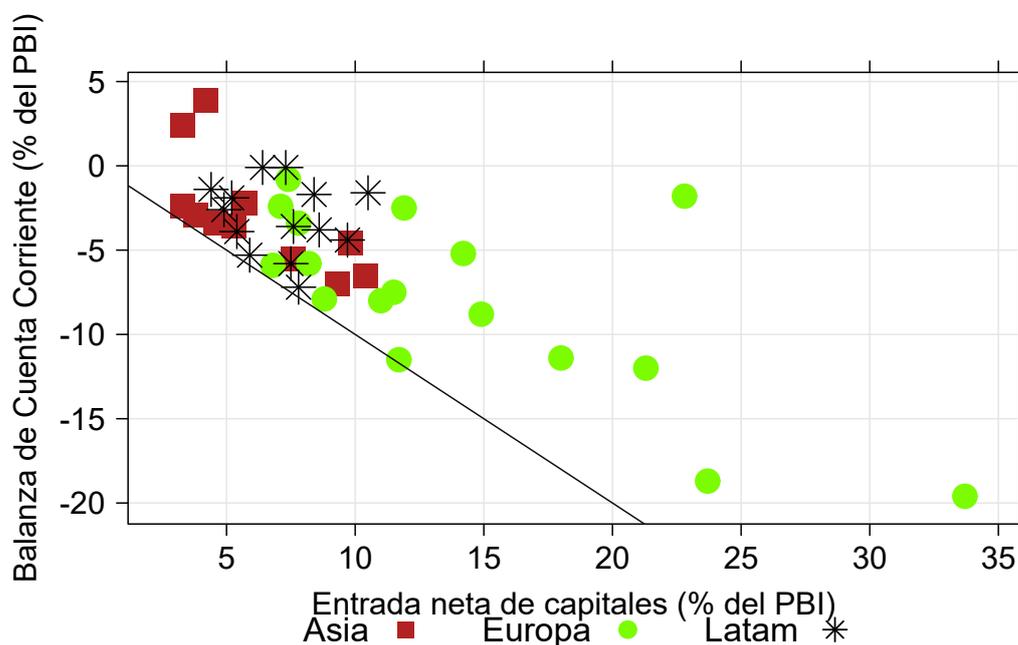
Las economías europeas presentan el caso opuesto a las economías asiáticas y latinoamericanas. Entradas de capitales de tamaño considerable fueron mucho más frecuentes y de mayor magnitud que en los casos analizados anteriormente. Adicionalmente, durante la primera década del siglo XXI, estas entradas de flujos de capitales se explican principalmente por grandes déficits de cuenta corriente. Estos fueron en promedio más que el doble que aquellos experimentados en las otras regiones analizadas. En retrospectiva, las economías europeas sufrieron de un problema de déficits de cuentas corrientes insostenibles debido a entradas de flujos de capitales considerables.

La evidencia analizada nos lleva a concluir que hay más de una interpretación para los incrementos considerables en los flujos de capitales; y por lo tanto, las consecuencias de política económica no pueden determinarse de manera unívoca.

Con los datos analizados, no es posible determinar si es que es la cuenta de capitales la que determina a la cuenta corriente o viceversa, tampoco es posible determinar cómo se retroalimentan estos dos componentes de la balanza de pagos. Para poder profundizar el análisis, en el Gráfico 3 se muestra la

<sup>6</sup> Los detalles de los periodos y de los países incluidos en cada grupo se encuentran en el Cuadro A1 del Anexo.

<sup>7</sup> La condición contable que establece que el déficit de cuenta corriente sumado a la acumulación de reservas es igual a la entrada neta de flujos de capitales no se cumple por varias razones. En primer lugar, existen errores y omisiones. En segundo lugar, la definición de entradas de flujos de capitales de *Gosh y otros (2012)* solo toma en cuenta flujos privados y excluyen flujos debidos a préstamos de los gobiernos y préstamos excepcionales. Finalmente, puede haber discrepancias debido a los datos utilizados. Sin embargo, a grandes rasgos, las tendencias analizadas en el texto no se ven afectadas por estas discrepancias.

**GRÁFICO 3.** Aumento de entradas de capitales vs. balance de cuenta corriente (% del PBI)

Tanto la evidencia, como las experiencias de política en la práctica, indican que los controles de capitales y la acumulación de reservas han sido utilizados para mitigar las presiones cambiarias originadas por los flujos de capitales. Al respecto, una estrategia exitosa requiere reducir el déficit de cuenta corriente. Sin embargo, no es claro si esta medida es beneficiosa en términos de bienestar para la economía; en particular, en economías donde las fuentes de financiamiento del capital son escasas y los balances de cuenta corriente son sostenibles. Una política de control de capitales que no pueda reducir el déficit de cuenta corriente no es efectiva para disminuir las presiones sobre el tipo de cambio en el largo plazo.

#### 4 FLUJOS BRUTOS Y ESTABILIDAD FINANCIERA

Las entradas brutas de capitales son fundamentales para la estabilidad financiera. En las economías donde las fuentes de financiamiento son escasas, la inversión y el consumo son financiados en gran medida mediante flujos financieros del exterior. Una vez que se adicionan los choques idiosincrásicos, los flujos financieros permiten a las economías transar activos financieros, lo que permite el aseguramiento y la diversificación global del riesgo. Sin embargo, estos flujos presentan cierto nivel de riesgo y pueden generar contagios financieros internacionales. La composición de la entrada de flujos de capitales, y por lo tanto, la naturaleza de la entrada bruta de los flujos de capitales, es un determinante importante de la vulnerabilidad de las economías de mercados emergentes.<sup>8</sup>

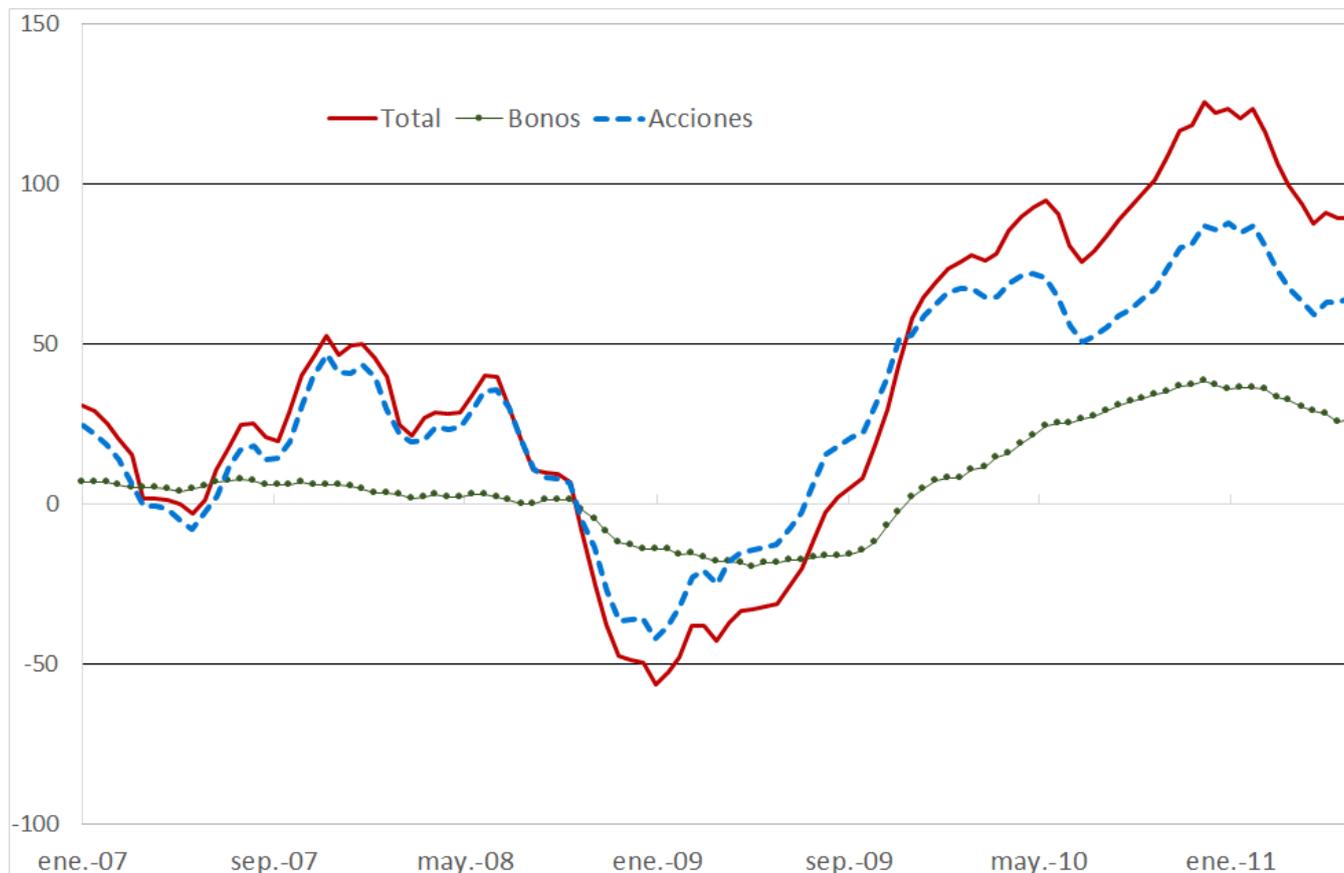
Una manera tradicional de analizar el aumento de la entrada de flujos de capital se muestra en el Gráfico 4. En este se muestra un fuerte incremento en entradas brutas de capitales en los mercados emergentes en el periodo que va de mediados de 2009 hacia 2011. Estos datos representan solo una fracción del total de entradas brutas de capitales. Los datos son una muestra de flujos de portafolio hacia África, Asia, economías emergentes de Europa, América Latina y el Medio Oriente, además de inversiones globales en economías emergentes a partir de una variedad de fondos de inversión. Estas inversiones solo incluyen bonos y acciones; y por ello, excluyen fondos provenientes de inversión directa extranjera, así como flujos de crédito entre economías. Debido a esto, este gráfico no muestra un panorama claro de la entrada neta de flujos de capitales en economías de mercados emergentes. Sin embargo, muestra una buena aproximación de la demanda por invertir en activos de economías emergentes riesgosos, a pesar de ser cantidades brutas.

La preocupación con respecto a la entrada bruta de capitales es que son altamente procíclicas. Es decir, estas entradas exacerban las fluctuaciones económicas, las subidas son exageradas durante los repuntes y revierten abruptamente durante las caídas. Esto sugiere que factores de empuje pueden magnificar las fluctuaciones del ciclo económico. De este hecho, se discuten y proponen herramientas prudenciales de política macroeconómica como complemento a la regulación financiera para promover la estabilidad financiera. La preocupación por la estabilidad financiera requiere no sólo analizar las entradas netas de capitales, sino requiere sobretodo analizar las entrada brutas de capitales, así como su volumen y composición.

Las paradas repentinas de flujos de capitales o “*sudden stops*” constituyen un caso relevante en economías de mercados emergentes. Los flujos de capitales tienden a fluir de manera masiva y gradual durante los repuntes, pero en tiempos de crisis pueden interrumpirse abruptamente, lo que puede tener serias consecuencias en las economías emergentes. Por tal motivo, es necesario tomar medidas prudenciales como respuesta de política ante estos episodios. Sin embargo es importante notar que la probabilidad de un cese abrupto de flujos de capitales depende de las vulnerabilidades de la economía. Una economía que está bien preparada para enfrentar estas paradas abruptas de flujos de capitales, por

<sup>8</sup> Para mayor información sobre la pertinencia de los flujos brutos y sus implicancias en materia de políticas, véase Brunnermeier y otros (2012).

**GRÁFICO 4.** *Flujos de capitales a economías de mercados emergentes (Billones de dólares U.S., acumulación de 12 meses)*



FUENTE: *Emerging Portfolio Fund Research.*

ejemplo, mediante un régimen cambiario flexible y contando con un nivel adecuado de reservas, puede prevenir la ocurrencia de estos episodios de paradas abruptas de flujo de capitales.

Cabe notar que estas paradas abruptas de las entradas de capitales ocurren con la misma frecuencia en economías de mercados emergentes y en economías desarrolladas (Cowan y otros, 2008). Sin embargo, estos episodios no siempre coinciden con una reversión en la balance de la cuenta de capitales. La diferencia entre economías avanzadas y economías en desarrollo con una proporción importante de activos externos, es que los residentes domésticos tienden a compensar la parada en la entrada de capitales con la reversión de las salidas de capitales. Por ende, ceses abruptos de entradas de capitales coinciden con reversiones en la cuenta de capitales en situaciones en las que la parada en la entrada de capitales no es compensada por cambios en las salidas de capitales. Esto ocurre con mayor frecuencia en las economías de mercados emergentes con niveles bajos de reservas internacionales y que carecen de instrumentos de política para atenuar esta situación. La resiliencia de los países emergentes frente a la gran crisis financiera internacional muestra que estas condiciones débiles cambiaron.

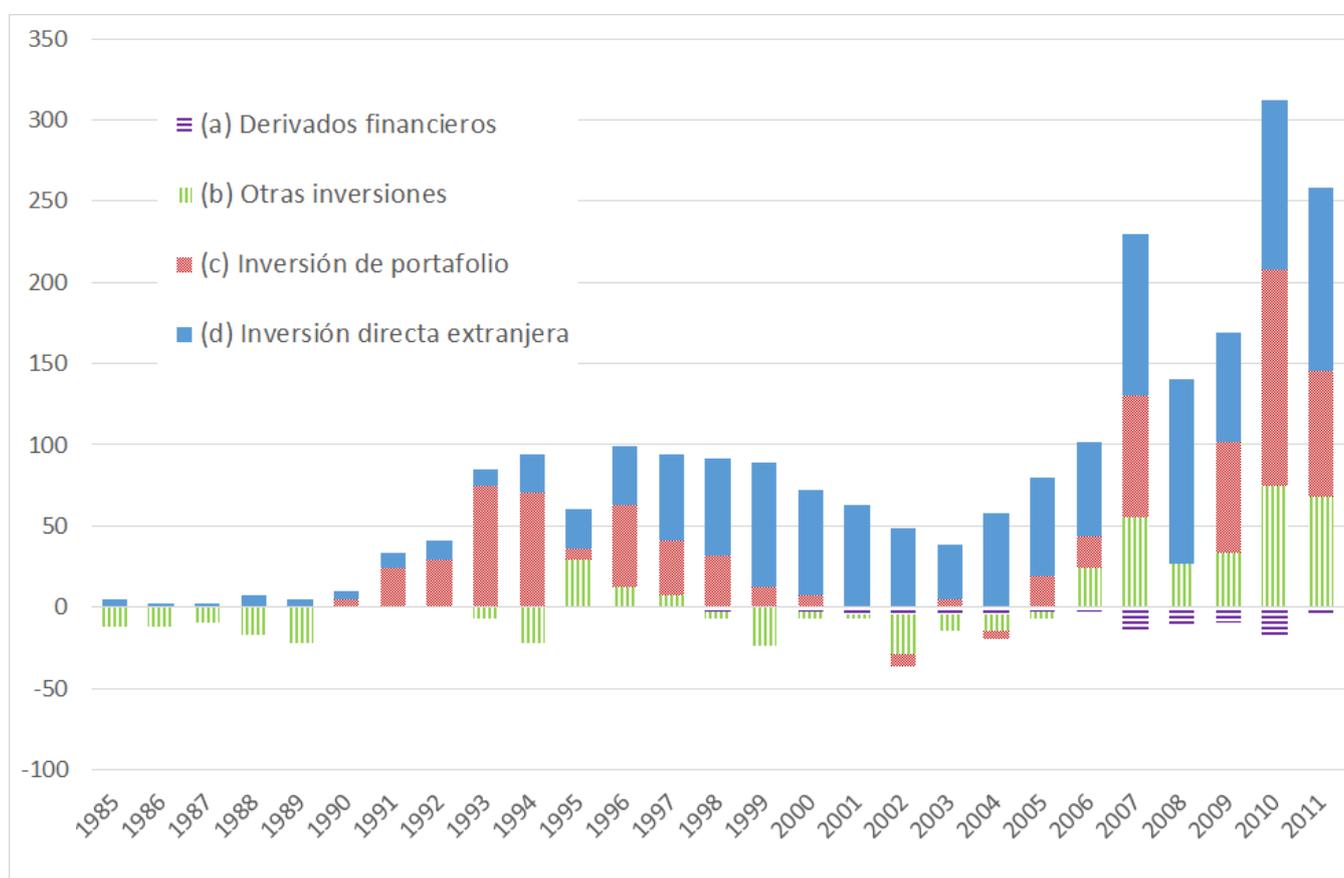
La inversión directa extranjera (IDE) es un elemento importante de financiamiento externo y además es el más estable. Esto se demuestra para la América Latina en el Gráfico 5. El gráfico muestra que la IDE es el componente más importante y estable de los flujos brutos. En cambio los flujos de crédito bancario internacionales (componente principal del rubro “otras inversiones”) y los flujos de portafolio son más volátiles. Desde el punto de vista del crecimiento económico, la composición de los flujos importa. Como sugiere Kose y otros (2009), los flujos de portafolio y la IDE favorecen más al crecimiento que los flujos

de crédito bancario internacionales

Las entradas de flujos de portafolio son volátiles; cambios en los precios de las acciones pueden reducir los incentivos en variaciones abruptas en el componente de acciones de estos flujos. Sin embargo, variaciones substanciales en precios de acciones pueden impactar en la estabilidad del sistema financiero a través del valor de los colaterales, y consecuentemente las condiciones financieras de la economía.

Más aún, existe evidencia de que países que han crecido considerablemente son aquellos que se han apoyado menos en financiamiento del exterior, como se evidencia en detalle en [Jeanne y otros \(2010\)](#). Sin embargo, siguiendo la discusión de las secciones anteriores, esto es el resultado probablemente de que países que han crecido rápidamente, especialmente en Asia del Este, han experimentado un episodio de crecimiento debido a altas tasas de ahorro y a una subsecuente acumulación de capital. Por ende, la demanda de financiamiento externo de estas economías ha sido relativamente pequeña.

**GRÁFICO 5.** *Ingreso de capitales brutos a Latinoamérica (Miles de millones de dólares EUA)*



**NOTA:** De las estadísticas de balanza de pagos del IMF-IFS, (a) Derivados financieros en pasivos (línea 78bxd), (b) Otros pasivos de inversión (línea 78bid), (c) Pasivos de portafolio de inversión (línea 78bgd) y (d) Inversión extranjera directa en economía (línea 78bed).

**FUENTE:** IMF-IFS.

El Gráfico 5 muestra otra característica importante de los mercados emergentes, que también ha tomado lugar en la economía global, y es el incremento de la entrada bruta de flujos de capitales. A pesar de que la entrada neta de flujos de capitales ha sido relativamente estable, los flujos brutos han aumentado considerablemente. De hecho, entre 2005 y 2011, la entrada bruta de flujos de capitales se ha triplicado. En particular, ha habido un fuerte incremento de la entrada de flujos de capitales de diversificación de portafolios y de deuda debido al financiamiento externo. Esto ha sido debido a que la inversión directa extranjera ha sido mucho más estable durante este periodo. Desde el punto de vista de las salidas de

capitales, la situación es similar; existe un incremento significativo de la integración financiera global y de la diversificación de los portafolios, lo cual abre las posibilidades de inversión, pero al mismo tiempo genera riesgos.

Los créditos de financiamiento entre países pueden ser una fuente de alerta de desbalances en la economía. En efecto, en Corea del Sur, el financiamiento bancario ha generado una fracción de crédito desproporcionada al punto que las autoridades han decidido aplicar impuestos sobre el capital en pasivos denominados en moneda extranjera. Los problemas que puede causar el financiamiento del exterior no son extraños para la región de América Latina. La crisis de comienzos de la década de los ochenta fue ocasionada por un endeudamiento excesivo proveniente del exterior. El financiamiento externo se cortó abruptamente cuando el gobierno mexicano declaró que no podía pagar sus obligaciones de deuda. Esta crisis se transmitió a todas las economías latinoamericanas y comenzó la denominada “década perdida”. Este episodio de crisis dio lugar a una revisión de las regulaciones para prevenir este tipo de situaciones de crisis.

Los descalces de monedas fueron perjudiciales en América Latina, causando crisis financieras una vez que el tipo de cambio se depreció abruptamente. Los descalces en el sistema bancario fueron, en su mayoría, regulados. Sin embargo, los problemas de los descalces de monedas de magnitudes considerables se dieron en el sector corporativo, lo cual deterioró las hojas de balance de los bancos. Distintas medidas fueron aplicadas para evitar los descalces de monedas. Esto explica porque en la corrida de la crisis financiera global, las monedas latinoamericanas se depreciaron en más de 60 por ciento en unos cuantos meses y que no hubo mayores impactos en el sistema financiero, como era de esperarse basándose en experiencias pasadas. Más allá de algunas distorsiones y desbalances de corto plazo, los sistemas financieros funcionaron sin mayores problemas.<sup>9</sup>

Una característica importante de los sistemas bancarios latinoamericanos ha sido el comportamiento de los bancos internacionales. Existe abundante literatura sobre el papel que juegan los bancos del exterior y su impacto en los sistemas bancarios latinoamericanos. [Kamil y Rai \(2010\)](#) analizan las razones por las cuales los sistemas financieros latinoamericanos resistieron la crisis financiera global. Los autores argumentan que esto se debe a que el crédito global otorgado por los bancos es canalizado en la moneda de cada economía y que los bancos extranjeros operan como subsidiarias locales financiadas principalmente por depósitos internos.<sup>10</sup>

## 5 CONCLUSIONES

Como se ha discutido anteriormente, “el problema de la entrada de capitales” no es fácil de analizar. La entrada neta de capitales puede ser únicamente el resultado de un déficit de cuenta corriente de magnitud considerable, o puede ser que la causalidad se de en el sentido inverso. Esto se debe a que la entrada de capitales puede ejercer presiones sobre el tipo de cambio y también puede dar lugar a riesgos que comprometan la estabilidad financiera.

En el presente estudio, se han ignorado deliberadamente los efectos que la entrada bruta de capitales puede tener sobre el tipo de cambio y la cuenta corriente. Para el análisis que se presenta en este artículo se realiza una distinción entre la entrada neta y la entrada bruta de capitales. Es posible prescindir de

<sup>9</sup> Véase [De Gregorio \(2013\)](#) para una discusión más a fondo de la resistencia de los sistemas financieros de América Latina ante la crisis global.

<sup>10</sup> Para un análisis detallado del crédito de los bancos del exterior en América Latina, véase [Brunnermeier y otros \(2012\)](#), [Powell \(2012\)](#) y [Montoro y Rojas-Suarez \(2010\)](#) también realizan un análisis de la resistencia ante la crisis financiera global de los bancos latinoamericanos.

esta distinción, pero para poder profundizar en el análisis de los mecanismos de transmisión, es necesario tomar en cuenta las consecuencias que produce en estos mecanismos la imperfecta sustitución de activos. En una primera instancia; sin embargo, esta distinción sirve como medida de referencia.

Las autoridades de políticas no pueden permitirse esperar a que todos los mecanismos de transmisión sean comprendidos en su totalidad. Sin embargo es importante tomar en cuenta las distorsiones y los efectos subyacentes que se producen al emplear diferentes instrumentos de política. La transparencia de política fortalece la eficacia de dichas políticas. Usualmente se escucha hablar sobre las vulnerabilidades de las entradas de capital cuando la verdadera preocupación reside en las repercusiones que estos flujos tienen en el nivel de tipo de cambio y la competitividad de la economía.

La entrada de capitales puede darse en respuesta por parte de los inversionistas extranjeros a alguna distorsión subyacente en la economía. Por ejemplo, una política que defiende un tipo de cambio subvaluado o altas tasas de interés internas. Este puede haber sido el caso para la economía chilena durante la década de los noventa y de la economía brasileña, más recientemente. En efecto, la respuesta de la economía chilena ha sido mucho mejor ante la reciente crisis que la respuesta que se dio durante la crisis asiática, a pesar de que durante el último episodio no se emplearon controles de capitales. Las políticas monetaria y fiscal fueron expansionistas, y al mismo tiempo, el sistema financiero se mantuvo sólido y estuvo bien regulado.

En estos casos, la eliminación de distorsiones es la primera medida de protección frente a los efectos negativos de las entradas de capitales. Una vez tomada esta medida, se puede pensar en formular otras políticas destinadas a atenuar los riesgos subyacentes de las entradas de capitales.

Los controles de capitales podrían ser una solución si lo que se busca es atenuar los efectos de un flujo masivo de capitales. Es decir, si se busca atenuar los efectos subsecuentes de una entrada masiva de capitales, tales como el incremento del déficit de cuenta corriente o una apreciación del tipo de cambio. Por el contrario, si se busca mantener o alcanzar la estabilidad financiera, es necesario controlar ciertos tipos de flujos de capitales. Más específicamente, controlar determinados componentes de la hoja de balance de los diferentes agentes en la economía. Esta última medida, sin embargo, no puede ser diseñada como una política que pueda afectar la entrada neta de capitales.

El riesgo de controlar componentes específicos de los flujos de capital es el de promover la diversificación hacia elementos no regulados de estos flujos, sin afectar su volumen global. Por tal motivo, las políticas que buscan reducir la entrada neta de capitales deben tomar en cuenta la mayor cantidad de contingencias. Independientemente de su eficacia, que es motivo de debate, estas políticas de amplia base tienen un efecto similar a un impuesto general sobre los flujos de capitales. Las medidas aplicadas sobre componentes particulares podrían ser útiles para alcanzar o mantener la estabilidad financiera, pero es poco probable que afecten significativamente la entrada neta de capitales.

## ANEXO

CUADRO A1. Episodios de fuertes entradas de capitales (% de PBI)

			Entradas netas de capitales	Cuenta corriente	Variación de reservas
Argentina	1993-94	*	8.6	-3.8	2.2
	1997-99	*	5.4	-4.0	1.1
Brasil	1994	*	7.3	-0.2	1.6
	2007	*	6.5	-0.1	5.8
	2009		4.4	-1.3	2.6
Chile	1990	*	8.4	-1.7	8.5
	1992-94	*	7.7	-3.5	4.1
	1996-97	*	9.7	-4.4	3.9
Colombia	2008	*	5.1	-2.3	4.6
	1996-97	*	5.9	-5.3	1.0
	2007	*	4.8	-2.7	2.2
México	1991-93	*	7.7	-5.8	1.6
	1997	*	5.2	-2.0	4.9
Perú	1994-97	*	7.9	-7.2	1.9
	2002	*	4.9	-2.0	1.8
	2007-08	*	10.5	-1.6	6.1
Indonesia	1990-93		3.2	-2.4	1.3
	1995-96	*	4.6	-3.4	1.4
Corea	1995-96		3.8	-2.9	0.8
	2003		3.2	2.4	9.2
	2009		4.2	3.9	2.0
Malasia	1991-93	*	7.7	-5.6	7.0
	1995-96	*	9.3	-7.2	0.3
Filipinas	1991	*	5.6	-2.2	3.8
	1994-97	*	9.9	-4.7	1.3
	1999	*	5.2	-3.6	4.7
Tailandia	1989-96	*	10.5	-6.5	3.7
Bulgaria	1993	*	18.0	-11.3	1.0
	2002	*	22.8	-1.8	0.0
	2005-08	*	33.7	-19.6	0.2
República Checa	1995	*	11.9	-2.5	13.5
	2002	*	14.2	-5.2	8.1
Hungría	1993-95	*	14.9	-8.8	6.4
	1998-00	*	11.1	-8.1	3.2
	2004-06	*	11.5	-7.5	2.5
	2008	*	8.8	-7.8	3.0
Letonia	2005-07	*	23.6	-18.7	5.4
Lituania	1998	*	11.7	-11.5	3.8
	2006-07	*	21.3	-11.9	3.8
Polonia	1995-96	*	7.4	-0.8	4.9
	1998-00	*	6.8	-5.9	1.3
	2005	*	7.1	-2.4	2.7
	2007-09	*	8.3	-5.8	1.8
Rumanía	2002	*	7.9	-3.4	4.0
	2004-08	*	14.3	-10.6	4.7

FUENTE: Gosh y otros (2012) para entradas netas de capitales y IMF-IFS para cuenta corriente y variación de reservas.

NOTA: \* Indica si ambos métodos que definen incrementos coinciden, y el periodo que contiene ambos episodios es reportado.

**REFERENCIAS**

- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1996), “Inflows of capital to developing countries”, *Journal of Economic Perspectives*, 10(2), 123-139.
- Claessens, S., y N. van Horen (2014), “Foreign banks: Trends and impact”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(s1), 295-326.
- Brunnermeier, M., J. De Gregorio, B. Eichengreen, M. El-Erian, A. Fraga, T. Ito, P. Lane, J. Pisani-Ferry, E. Prasad, R. Rajan, M. Ramos, H. Rey, D. Rodrik, K. Rogoff, H. Shin, A. Velasco, B. Mauro y Y. Yu (2012), *Banks and cross-border capital flows: Policy challenges and regulatory responses*, Washington DC: Brookings Institution.
- Cowan, K., J. De Gregorio, A. Micco y C. Neilson (2008), “Financial diversification, sudden stops and sudden starts”, en Cowan, K., S. Edwards y R. Valdés (eds.), *Current account and external finance*, Banco Central de Chile.
- De Gregorio, J. (2013), “Resilience in Latin America: Lessons from macroeconomic management and financial policies”, IMF Working Papers 13/259, International Monetary Fund.
- Ghosh, A., J. Kim, M. Qureshi y J. Zalduendo (2012), “Surges”, *Journal of International Economics*, 92(2), 266-285.
- FMI (2012), *World Economic Outlook*, Fondo Monetario Internacional, Washington DC.
- Powell, A. (2012), *The world of forking paths - Latin America and the Caribbean facing global economic risks*, Washington, DC: Inter-American Development Bank.
- Kamil, H. y K. Rai (2010), “The global credit crunch and foreign banks’ lending to emerging markets: Why did Latin America fare better?”, IMF Working Paper WP/10/102.
- Kose, A., E. Prasad y M. Terrones (2009), “Does openness to international financial flows raise productivity growth?”, *Journal of International Economics*, 28(4), 554-580.
- Jeanne, O., A. Subramanian y J. Williamson (2012), *Who needs to open the capital account?* Peterson Institute of International Economics, Washington DC.
- Montoro, C. y L. Rojas-Suárez (2012), “Credit at times of stress: Latin American lessons from the global financial crisis”, BIS Working Paper 370.