

El problema de las entradas de capital: conceptos y consecuencias*

Guillermo A. Calvo
Leonardo Leiderman
Carmen Reinhart

I. Introducción

Después de casi un decenio en que fue escaso el capital que afluyó a los países en desarrollo, los años noventa parecen haber lanzado una nueva era en que el capital comienza a moverse de los países industriales, como Estados Unidos y Japón, a las regiones en desarrollo, como América Latina, el Medio Oriente y partes de Asia. Para América Latina y el Medio Oriente, el nuevo acceso a los mercados internacionales de capital representa un halagüeño acontecimiento, ya que la deuda y la guerra habían provocado en esas regiones una virtual pausa de ingresos (Argentina), cuando no un colapso catastrófico (Líbano). Datos preliminares indican ya que, en los más de los países, las incrementadas entradas de capital han estado acompañadas de un resurgimiento del crecimiento económico y una pronunciada acumulación de reservas internacionales.

Ahora bien, las entradas de capital no son una absoluta bendición. Las cuantiosas afluencias de capitales suelen ir asociadas con presiones inflacionarias, un aumento del tipo de cambio real y un deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Además, la experiencia de América Latina demuestra ampliamente que las masivas entradas de capital pueden también contribuir a "burbujas" del mercado bursátil y llevar a una excesiva expansión del crédito interno, poniendo en peligro la estabilidad del sistema financiero. Si los

* Traduce el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de G. A. Calvo y C. Reinhart, del Fondo Monetario Internacional, y L. Leiderman, investigador visitante de la misma institución, publicado, con el título de "The capital inflows problem: concepts and issues", por el FMI, en su serie Papers on policy analysis and assessment, 1993. Los autores agradecen a K. Bercuson, S. Dunaway, L. Schadter y B. Stuart sus atinados comentarios y sugerencias.

flujos de capital son de corto plazo, los problemas se intensifican, al mismo tiempo que la probabilidad de un abrupto y súbito retroceso aumenta. Por eso no es de sorprender que una efectiva contención de esas entradas de capitales sea hoy en día una de las cuestiones esenciales de política económica.

El presente ensayo tiene dos principales objetivos. El primero es presentar los hechos esenciales, simplificados, del corriente episodio de entradas de capitales a América Latina y el sureste de Asia, y analizar cómo han afectado esas entradas el entorno macroeconómico. El análisis se basa en gran medida en Calvo *et al.* [3, 4],¹ quienes emplean datos de diez países latinoamericanos y ocho asiáticos. El segundo objetivo es resumir y comentar brevemente los principales conceptos y consecuencias que han surgido en el actual debate sobre políticas. En la sección II, se indican las relaciones fundamentales entre las entradas de capital, la acumulación de reservas y la brecha entre ahorro e inversión nacionales. En la sección III, se presenta un breve análisis de las causas de la afluencia de capitales. En la sección IV, se examina el papel del crédito. En la sección V, se analiza la respuesta de las políticas a la afluencia de capitales. En la sección VI, se indican algunas consideraciones finales.

II. Definiciones y características

Los flujos de capital se definen como el incremento del endeudamiento internacional neto de los sectores privado y público durante un período dado, y se miden, si bien de modo impreciso, por

¹ Los números entre corchetes remiten a las Referencias bibliográficas clasificadas al final del artículo.

el superávit en la cuenta de capital de la balanza de pagos. Por lo tanto, con la salvedad de los errores y omisiones, el superávit de la cuenta de capital equivale al gasto excedente del ingreso (o sea el déficit en cuenta corriente), más la variación de las tenencias oficiales de reservas internacionales. Así pues, los aumentos de los flujos de capital pueden identificarse con mayores déficit en cuenta corriente y/o acumulación de reservas.²

La cuenta de reservas oficiales registra las compras o ventas por los bancos centrales de activos de reservas oficiales. Así pues, dicha cuenta mide la intervención oficial en divisas por las autoridades, que se suele denominar "balanza oficial de pagos" o "balanza de pagos global". Hay dos casos polares de respuesta del banco central a las acrecentadas afluencias de capital, que corresponden a los regímenes de tipo de cambio flotante y fijo. Si no hay intervención, como en la flotación pura, las incrementadas exportaciones netas de activos de la cuenta de capital están financiando un aumento de las importaciones netas de bienes y servicios (las entradas de capital no se asociarían a variaciones de las tenencias de reservas oficiales de los bancos centrales). Al otro extremo, si las autoridades internas intervienen activamente y compran las divisas aportadas por la entrada de capitales, el aumento de la cuenta de capital se corresponde (uno por uno) con el crecimiento de las reservas oficiales. En tal caso, no hay modificación de la brecha entre ahorro e inversión nacionales, ni de la riqueza externa neta de la economía. En realidad, la respuesta más común en el episodio en curso ha sido la intervención parcial de las autoridades y a menudo la esterilización de una parte de los flujos de capital.

III. Causas externas e internas

La incidencia de los flujos de capital varía drásticamente con el tiempo. Por ejemplo, las afluencias de capital a los países en desarrollo fueron bastante cuantiosas en los últimos años setenta y principios de los ochenta; tales entradas terminaron abruptamente al empezar la crisis de la deuda, en 1982. De hecho, el financiamiento privado a las regiones en desarrollo fue nulo o negativo durante la mayor parte de los ochenta (véase Calvo

² Las cuentas nacionales de ingresos implican que la cuenta corriente es igual a la diferencia entre el ahorro nacional y la inversión nacional. Por ende, un aumento del déficit en cuenta corriente puede atribuirse a un aumento de la inversión o una declinación del ahorro, o una combinación de esas variables que da por resultado un acrecentamiento de la brecha entre inversión y ahorro.

et al. [3, 4]). Por eso es una cuestión esencial, para la formulación de las políticas, el cerciorarse del grado de persistencia de los ingresos de capital. Para evaluar esa persistencia, así como la deseabilidad de los flujos de capital, es indispensable identificar los factores de esas entradas.

Es particularmente importante distinguir entre los factores externos y los internos que dan lugar a las entradas de capitales. Los factores externos son los que están fuera del control de un país dado. Por lo tanto, no guardan relación con la política seguida en el país en cuestión. Ejemplos de tales factores para pequeñas economías abiertas son las declinaciones de las tasas de interés internacionales y una recesión en el resto del mundo, que puede ir acompañada de reducidas oportunidades de beneficios en los centros financieros. Como sugieren ambos ejemplos, es probable que esos factores tengan un importante componente cíclico, reversible. Por otro lado, los factores internos están más frecuentemente relacionados con las políticas internas.³ Ejemplos de políticas que atraerían flujos de capital a largo plazo (posiblemente, en forma de inversión directa) son: *a*) programas afortunados de estabilización de precios, ya que éstos pueden ir acompañados de mejores fundamentos de política fiscal y mayor estabilidad macroeconómica; *b*) importantes reformas institucionales, tales como la liberalización del mercado interno de capitales; y *c*) políticas que incrementan con credibilidad la tasa de rendimiento de proyectos de inversión interna (créditos tributarios, canjes de deuda por acciones, etc.). Ahora bien, las políticas internas pueden atraer también capital a corto plazo de índole sumamente "reversible", tales como programas no del todo confiables de liberalización comercial y estabilización de precios (que sin duda inducirán un auge del consumo y por ende un incremento de la deuda internacional de corto plazo), o reducciones arancelarias, dada la rigidez a la baja de los precios, lo que produciría (transitoriamente) precios excesivamente elevados de los bienes internos y por lo tanto un déficit de cuenta corriente, en la expectativa de que el precio relativo de los bienes importables respecto al de los bienes internos aumentará con el tiempo.

La evidencia empírica disponible para diez países latinoamericanos indica que los factores externos han desempeñado un importante papel en el episodio más reciente. Calvo *et al.* [3] encuentran que los factores externos dieron cuenta de entre 30% y 60%, según los países, de la varianza del

³ Por supuesto, desastres naturales y/o guerras son parte de los factores internos, pero se excluirán de nuestro análisis.

tipo de cambio real y de las reservas. Más recientemente, Claessens *et al.* [7] encuentran resultados similares para las salidas de Estados Unidos de bonos y acciones; los factores externos explican aproximadamente la mitad de tales flujos para seis países latinoamericanos. Sus resultados también indican que para siete países asiáticos, si bien los factores externos también desempeñaron un papel importante en estimular los flujos de bonos y acciones, los acontecimientos externos fueron mucho menos importantes que los factores internos. Específicamente, sus resultados indican que las variables internas explican de tres a cuatro veces más que las externas el comportamiento de los flujos de capital.

Las tasas de interés estadounidenses de corto plazo más bajas (las más bajas desde principios de los años sesenta), los rendimientos declinantes de otras inversiones y la recesión en Estados Unidos y otros países industriales se han combinado para fomentar los flujos de capital hacia regiones con más elevados rendimientos *ex ante*. Además, la baja de las tasas de interés estadounidenses ha reducido los costos de servicio de la deuda externa y aumentado la solvencia de los países en desarrollo deudores.

Las reformas internas no pueden explicar, por sí solas, por qué se han producido entradas de capital en países que no han emprendido reformas, o por qué no se produjeron, hasta muy recientemente, en países donde se introdujeron reformas mucho antes de 1990. Empero, el papel crucial que desempeñaron las reformas internas para atraer capital externo se evidencia en las considerables diferencias de magnitud de las entradas de capital en los distintos países. Por ejemplo, Argentina, Chile y México, países con grandes reformas internas, han atraído capitales en magnitudes muy por encima de otros países de la región.

La presente sección sintetiza algunos de los aspectos más importantes del actual episodio de entradas de capital en América Latina y el sureste asiático. Para documentar los aspectos regionales del fenómeno, hemos totalizado los datos anuales.⁴ Los datos mensuales de países particulares, que suministran mayor detalle, se analizan también.

1) Órdenes de magnitud de los flujos de capital

El cuadro 1 presenta un desglose de la balanza de pagos de América Latina en sus tres principales

⁴ Para fines de esta sección, América Latina incluye el conjunto de países agrupados en el Hemisferio occidental en las publicaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) *World Economic Outlook e International Financial Statistics*.

cuentas. Los flujos de capital considerados aparecen en forma de superávit de la cuenta de capital, por montos de aproximadamente 24 mil millones de dólares en 1990, 39 mil millones en 1991 y 53 mil millones en 1992. Así pues, en los tres últimos años América Latina ha recibido tanto capital como durante todo el período 1982-89. Puede observarse que una fracción sustancial de los ingresos se ha canalizado hacia las reservas, que se han incrementado en cerca de 52 mil millones en 1990-92. Considerando dicho período en conjunto, el flujo neto de capitales se dividió casi por partes iguales en un aumento del déficit en cuenta corriente y un incremento de las reservas oficiales.⁵ El aumento del déficit sugiere que las entradas de capital se corresponden con un ensanchamiento de la brecha entre la inversión y el ahorro nacionales. En algunos países, una parte considerable de los ingresos ha financiado aumentos de la inversión privada, pero en muchas economías ha habido un marcado incremento del consumo privado.⁶ El acentuado crecimiento de las reservas oficiales indica una fuerte intervención de las autoridades monetarias en los mercados cambiarios. La gráfica I, que muestra los datos mensuales de reservas internacionales de los países de la muestra, revela, en la mayoría de los países, una marcada tendencia al alza a partir del primer semestre de 1990. Una parte de los incrementados ingresos de capital representa capital fugado que se repatrió, pero también hay nuevos inversionistas en América Latina.⁷

América Latina no ha sido la única región que recibió considerables flujos de capital en años recientes. El capital empezó a fluir hacia Tailandia en 1988 y hacia otros varios países asiáticos en 1989-90 (véanse Bercuson y Koenig [1] y Claessens *et al.* [7]). Como muestra el cuadro 2, los ingresos de capital ascendieron a 144 mil millones de dólares en el período 1989-92. Si bien el acce-

⁵ En América Latina, 45% de las entradas de capital se dedicó a acrecentar las reservas y el resto a financiar los incrementados déficit en cuenta corriente. En Asia, la proporción de reservas acumuladas fue de 62 por ciento.

⁶ Las cifras (que los autores ponen a disposición de quien así lo solicite) se expresan como proporciones del producto interno bruto (PIB) y se basan en datos preliminares de las cuentas nacionales de ingresos para 1991. En el caso de México, la relación de inversión total, que ha crecido sólo modestamente, oculta un importante cambio de composición; la inversión privada ha aumentado sustancialmente, pero ello se ha visto contrarrestado por una declinación de la inversión pública.

⁷ Véase en Clark *et al.* [8] y Mathieson y Rojas [11] un análisis del papel desempeñado por varias medidas de política para revertir las fugas de capital (tales como amnistías, liberalización de la cuenta de capital e introducción de instrumentos internos denominados en moneda extranjera).

Cuadro 1

AMÉRICA LATINA: BALANZA DE PAGOS, 1985-92

(En miles de millones de dólares)

Concepto	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Balanza de bienes y servicios y transferencias privadas ^a	-5.5	-19.8	-11.8	-13.4	-10.1	-8.5	-20.5	-34.6
Saldo en cuenta de capital, más errores y omisiones netos ^a	6.5	13.2	15.0	5.7	12.7	23.6	38.9	53.4
Variación de reservas ^b	-1.0	6.6	-3.2	7.7	-2.6	-15.1	-18.4	-18.8

FUENTE: Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*.^a El signo negativo indica déficit. Equivale al saldo en cuenta corriente, menos las transferencias oficiales, que se consideran como financiamiento externo y se incluyen en la cuenta de capital. ^b El signo negativo indica aumento.

so a los mercados internacionales de crédito no estaba tan severamente limitado para los más de los países asiáticos como para los latinoamericanos, más endeudados, el ritmo de los ingresos, en particular en los países del sureste asiático, se ha acelerado sustancialmente en los últimos cuatro años (en el cuatrienio anterior, los ingresos totales a la región ascendieron a 81 mil millones de dólares). Como ocurre en América Latina, suelen atribuirse a acontecimientos exógenos los flujos de capital hacia un grupo de países que están aplicando políticas muy diversas y cuyo ámbito macroeconómico acusa diferencias notables. Específicamente, se arguye que los declinantes márgenes de utilidades de Japón y Estados Unidos han inducido a empresas japonesas, y en menor medida estadounidenses, a transferir sus instalaciones a áreas con niveles salariales más bajos (véase Bercuson y Koenig [1]).

Como ocurre en los más de los países latinoamericanos, hay una marcada acumulación de reservas internacionales durante el período de ingresos de capitales 1989-91. (véase gráfica II). El pronunciado incremento de las reservas internacionales en los ocho países asiáticos considerados sugiere que también en esos países los flujos

de capital fueron contrarrestados por un alto grado de intervención (en 1992, las reservas internacionales de toda la región, que habían sido de 151 mil millones de dólares en 1988, fueron de 247 mil millones).

2) Efectos macroeconómicos

Si se comparan las regularidades empíricas de la experiencia latinoamericana y la asiática, surgen varias similitudes interesantes. En primer lugar, como ilustra el cuadro 3, la variación del saldo de la cuenta de capital (como porcentaje del PIB) es del mismo orden de magnitud en los países de las dos regiones (en América Latina es de 3.3% del PIB, en Asia de 2.7%). En segundo término, como hemos visto, un importante efecto de los acrecentados ingresos de capital es la marcada acumulación de reservas internacionales en ambas regiones. En tercer lugar, al principio hay fuertes aumentos de los precios de los valores. En 1991, éstos registraron ganancias, en dólares, de 400% en Argentina y de 100% en Colombia, Chile y México. De modo similar, en 1988-89 varios mercados de valores asiáticos superaron los de Estados Unidos y Japón por considerables márgenes. El con-

Cuadro 2

ASIA: BALANZA DE PAGOS, 1985-92

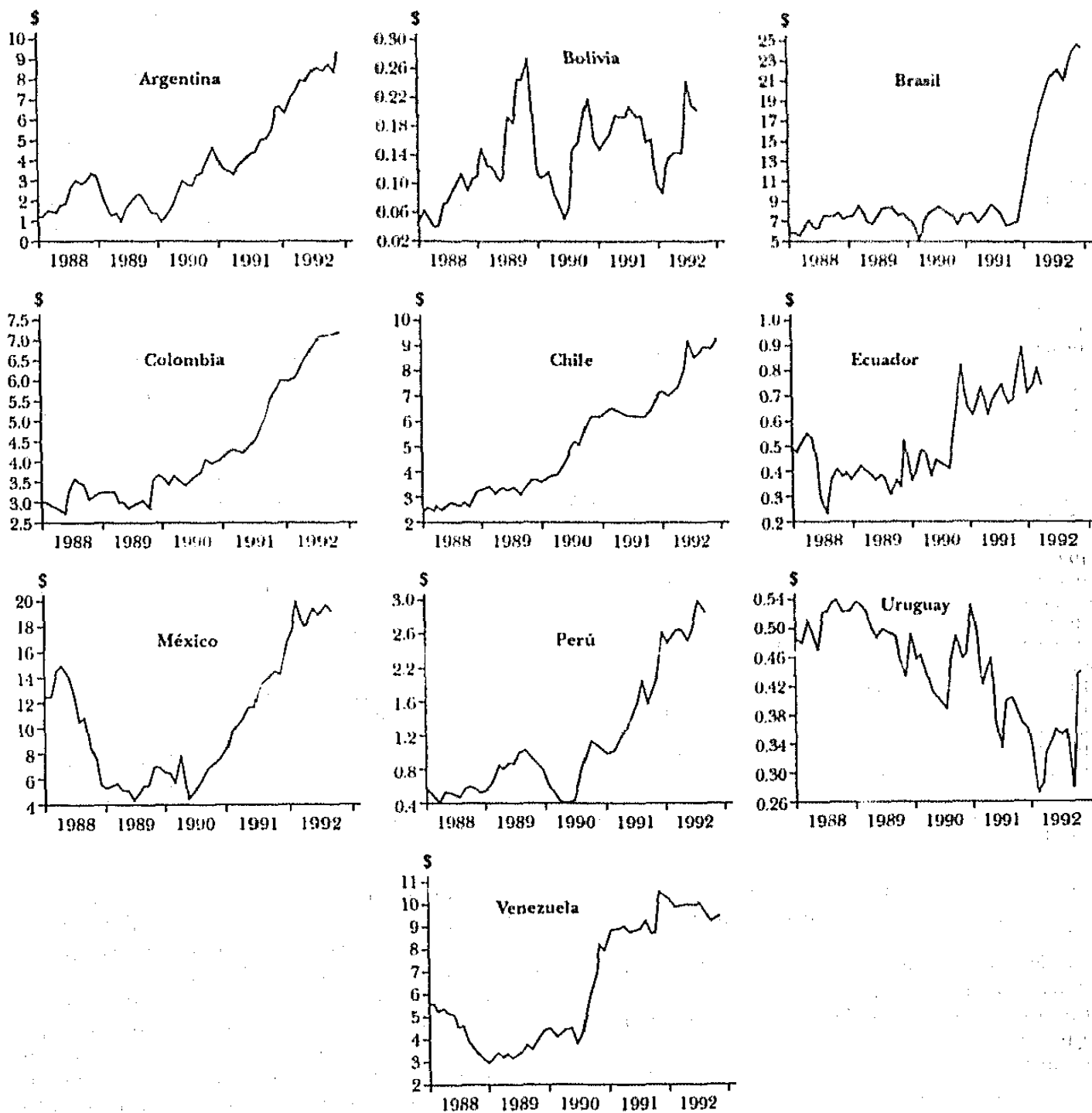
(En miles de millones de dólares)

Concepto	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Balanza de bienes y servicios y transferencias privadas	-18.7	-1.1	14.8	2.6	-8.1	-10.0	-10.2	-25.2
Saldo en cuenta de capital, más errores y omisiones	22.7	25.5	24.7	8.7	17.1	31.7	48.9	46.3
Variación de reservas	-4.0	-24.4	-39.5	-11.3	-9.0	-21.7	-38.7	-21.1

FUENTE: Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*.

NOTA: véanse notas de cuadro 1.

GRÁFICA I. AMÉRICA LATINA: RESERVAS TOTALES, MENOS ORO, 1988-92 (en miles de millones de dólares)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, *International Financial Statistics*.

junto asiático de la Corporación Financiera Internacional (CFI), que comprende Corea, Malasia, Tailandia y Taiwán, registró rendimientos globales, en dólares, de 83% en 1988 y 57% en 1989.⁸ En

⁸ Recientemente, los más de los mercados de valores latinoamericanos han abandonado sus anteriores ganancias. Los mercados asiáticos también se han debilitado en 1990 y 1991, después del auge registrado con anterioridad.

cuarto lugar, en ambas regiones los flujos de capital han estado acompañados de una aceleración del crecimiento económico.

Empero, también hay diferencias entre Asia y América Latina en cuanto al efecto macroeconómico de los flujos de capital. Como se observa en la gráfica III, en los más de los países latinoamericanos los ingresos de capital han ido acompañados

AMÉRICA LATINA Y ASIA: PRINCIPALES INDICADORES DE PAÍSES SELECCIONADOS, 1984-92

(En porcentajes del PIB)

América Latina											
Concepto	Argentina	Bolivia	Brasil	Colombia	Chile	Ecuador	México	Perú	Uruguay	Venezuela	Promedio
Cuenta de capital ^a											
1984-89	-1.6	0.6	-2.3	2.0	-1.7	-6.3	-0.4	-5.3	-2.5	-3.1	-2.1
1990-92	2.2	3.3	-0.3	1.0	5.9	-5.1	6.2	-0.3	0.5	-1.0	1.2
Inversión directa											
1984-89	0.9	0.5	0.5	1.5	0.5	0.6	0.8	-	-	0.1	0.5
1990-92	1.8	1.0	0.3	1.2	1.9	0.8	1.6	0.2	-	1.8	1.1
Inversión											
1984-89	18.1	10.1	17.2	19.7	16.0	18.7	20.1	19.4	12.2	17.7	16.9
1990-92	15.1	13.5	15.8	17.7	20.1	20.2	21.7	16.4	13.8	14.1	16.8
Consumo público											
1984-89	12.4	11.3	11.1	10.3	10.9	11.6	11.1	9.6	13.7	10.4	11.2
1990-92	14.2	11.6	12.4	10.1	8.8	8.4 ^b	10.3	9.0	13.3 ^b	11.1	10.9
Asia											
Concepto	Corea	Filipinas	Indonesia	Malasia	Singapur	Sri Lanka	Tailandia	Taiwán	Promedio		
Cuenta de capital											
1984-88	-2.0	-3.8	2.2	-0.4	5.0	4.6	4.2	0.1			1.2
1989-92	1.3	1.9	5.0	8.7	3.3	4.8	11.0	-4.9			3.9
Inversión directa											
1984-88	0.3	0.8	0.5	2.7	9.4	0.6	0.8	-0.3			1.8
1989-92	-	1.7	1.2	6.2	11.3	0.5	1.5	-1.7			3.0
Inversión											
1984-88	28.9	18.3	23.8	26.0	38.9	23.0	21.8	19.3			25.0
1989-92	36.3	20.8	25.4	32.8	39.0	19.5	28.2	22.7			28.1
Consumo público											
1984-88	9.8	6.8	10.0	12.5	12.8	9.6	13.6	15.0			11.3
1989-92	9.7	8.0	10.2	10.6	10.9	7.6	9.9	16.5			10.4

FUENTES: Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, e informes del personal técnico.^a Incluye errores y omisiones. ^b Datos disponibles sólo hasta 1991.

de una apreciación del tipo de cambio real.⁹ En Asia, tal apreciación es menos frecuente (véase gráfica IV).¹⁰

Si bien probablemente haya numerosas razones que expliquen las distintas respuestas del tipo de cambio real a los flujos de capital en las dos regiones, un factor determinante para saber a ciencia cierta si el tipo de cambio real se aprecia lo constituyen las considerables diferencias de la composición de la demanda agregada. Como se indica en el cuadro 3, la inversión aumenta en 3% del PIB en los países asiáticos, durante el período de entradas de capital; en cambio, en América

Latina (aunque hay marcadas diferencias entre los distintos países)¹¹ la inversión cae: los flujos están sobre todo asociados a una baja del ahorro privado y un alza del consumo.¹² Con frecuencia, en esos países la declinación del crecimiento de la inversión ha sido principalmente en bienes de capital. Por otra parte, el incremento del consumo, en comparación con la inversión, ha estado menos inclinado a los bienes comerciales. Tal observación sugeriría que, *ceteris paribus*, es más probable

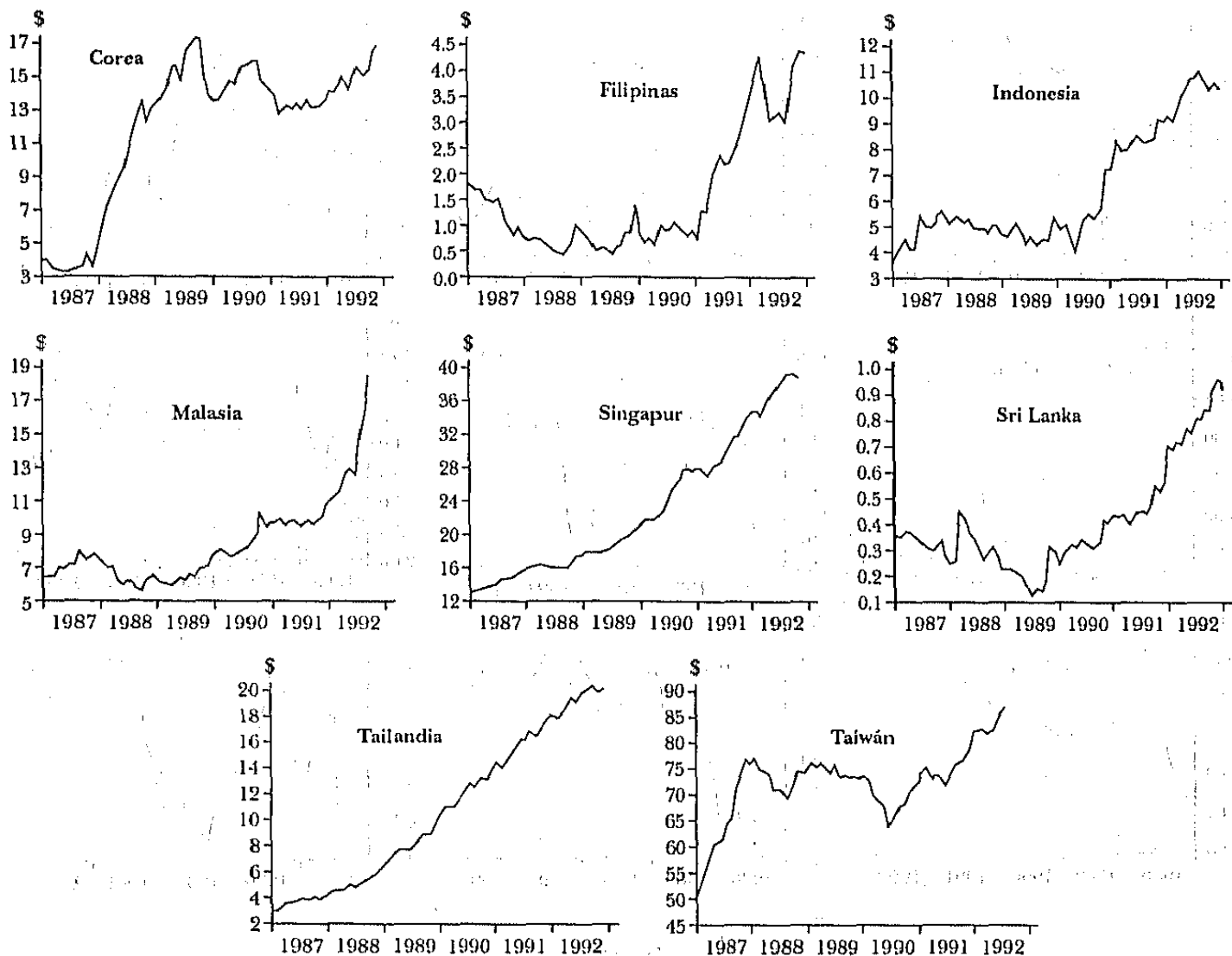
¹¹ Por ejemplo, Chile y México han señalado aumentos de la inversión en 1990-92. Más recientemente, también hay indicios de aumento de la inversión en países como Argentina y Colombia.

¹² Las muy desiguales condiciones iniciales de capacidad excedente en las dos regiones quizá contribuyan a explicar por qué aumenta la inversión en Asia y no en América Latina. Los más de los países asiáticos inician el episodio de flujo de capitales en situación más cercana a la plena utilización que sus contrapartes de América Latina, donde el crecimiento había sido lento o inexistente (Chile es una excepción).

⁹ Bolivia, Brasil y Ecuador constituyen excepciones. Ecuador ha registrado sólo un mejoramiento muy modesto de su cuenta de capital.

¹⁰ La apreciación del won en 1988-89 antecede el auge de los flujos de capital. Usamos aquí los índices del FMI del tipo de cambio real efectivo; un aumento del índice representa una apreciación.

GRÁFICA II. ASIA: RESERVAS TOTALES, MENOS ORO, 1987-92 (en miles de millones de dólares)



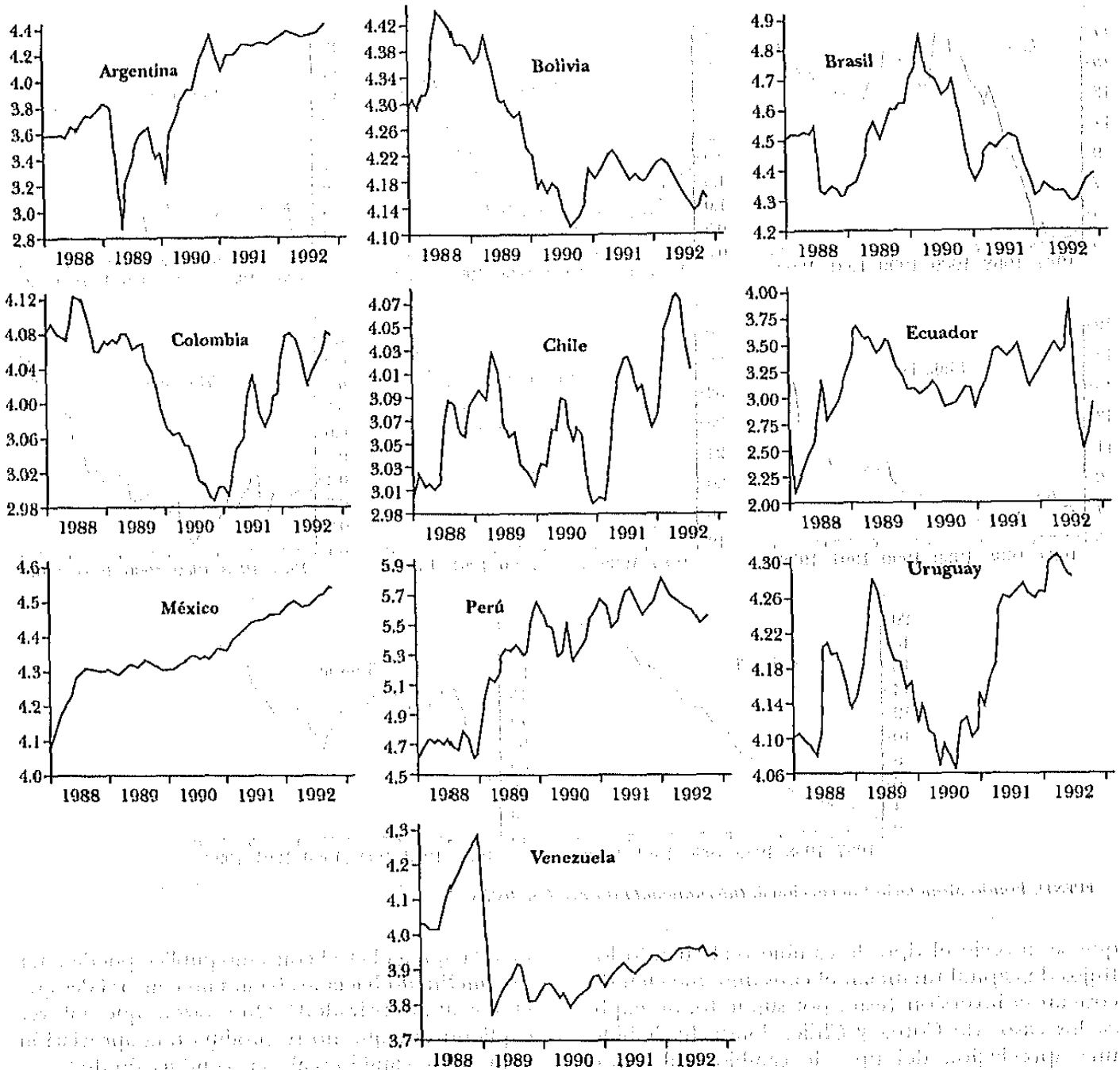
FUENTE: Fondo Monetario Internacional, *International Financial Statistics*.

que se aprecie el tipo de cambio real cuando los flujos de capital financian el consumo que cuando costean la inversión (esto, por supuesto, no explica los casos de Corea y Chile, donde ha habido una apreciación del tipo de cambio real, junto con una acusada alza de la inversión). El comportamiento del consumo público es otro elemento que ha influido en el tipo de cambio real, ya que afecta tanto el nivel como la composición de la demanda agregada. En algunos países asiáticos, en particular Tailandia, los flujos de capitales coincidieron con una contracción del gasto fiscal, aunque ésta no se sostuvo después (véase Bercuson y Koenig [1]). Varios países latinoamericanos también han tenido sustanciales ajustes fiscales, pero antes del auge de los flujos de capital. Esas reducciones del gasto pueden disminuir o eliminar las presiones sobre el tipo de cambio real por dos vías: la contracción fiscal tiende a reducir la de-

manda agregada y el consumo público puede estar más inclinado hacia los bienes no comerciales que el consumo privado.¹³ Otra razón que tal vez explique por qué no se produjo una apreciación del tipo de cambio real es la conducción de la política monetaria. En varios países latinoamericanos, las políticas de esterilización tuvieron poco éxito en reducir el crecimiento monetario. En los países asiáticos, la experiencia es menos concluyente. En algunos países, como Malasia, las enérgicas operaciones de mercado abierto que caracterizaron los esfuerzos por esterilizar dieron por resultado tasas de interés de corto plazo más altas y mayores ingresos de flujos de corto plazo, como fue el caso en Colombia en 1991 (véase Bercuson

¹³ Esto no indica que no se haya producido un ajuste fiscal en varios países latinoamericanos, sino que su aplicación no ha coincidido con las entradas de capital.

GRÁFICA III. AMÉRICA LATINA: TIPO DE CAMBIO REAL, 1988-92.



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

y Koenig [1]). En naciones como Singapur, hay alguna evidencia de que las políticas de esterilización tuvieron más éxito en limitar la expansión de los agregados crediticios y monetarios (véase Reisen [12]).¹⁴ Si se logra limitar la aceleración del crecimiento del crédito, se reduce la demanda agregada y se aminora la presión sobre el precio de los bienes no comerciales. Otro factor que

¹⁴ Las conclusiones a que se llega en el presente estudio acerca de la experiencia de Malasia e Indonesia son discutibles.

quizás haya contribuido a reducir los agregados monetarios y crediticios en Asia es que una mayor proporción de los flujos de capital asume la forma de inversión extranjera directa, como veremos más adelante. Como usualmente esta última no se canaliza por medio del sistema bancario interno, no hay expansión concomitante del crédito interno.

Otra marcada diferencia entre Asia y América Latina es la composición de los flujos de capital. En los países asiáticos 44% del incremento de los

flujos de capital tomó la forma de inversión extranjera directa, mientras que en los latinoamericanos la cifra es de 17%. Esa diferencia contribuye a explicar por qué las inquietudes respecto al dinero especulativo y una súbita reversión de los flujos son más frecuentes en el ámbito latinoamericano que en el asiático. Quizá también explique por qué es mucho mayor el aumento de la inversión en la mayoría de los países asiáticos.

IV. Papel del crédito

Si bien el efecto de los flujos de capital sobre el tipo de cambio real, y por ende sobre la competitividad internacional, es una fuente esencial de preocupación para los formuladores de las políticas, hay otras áreas de la economía que son particularmente vulnerables a las variaciones de los flujos de capital, y reciben mucho menos atención, específicamente el sistema bancario o financiero, que realiza la intermediación de una parte de esos flujos. En la presente sección, examinaremos algunos de los vínculos entre los flujos de capital, la creación de crédito interno y la cuenta corriente, y señalaremos ciertos problemas que pueden surgir cuando aumentan los flujos de capital.

Por su propia naturaleza, los flujos de capital requieren la operación de mercados crediticios. En principio, la intermediación interna no es estrictamente necesaria. Por ejemplo, un consumidor o inversionista interno puede emprestar en los mercados internacionales y valerse del producto de su operación para adquirir los deseados bienes y servicios. Además, la inversión extranjera directa rara vez se vale de la intermediación interna. Empero, en la práctica los mercados crediticios internos (en particular, los bancos) desempeñan un papel crucial en lo tocante a los flujos de capital.

El papel de los bancos internos¹⁵ es mayor si se les permite ofrecer tasas de interés competitivas y si los requisitos de encaje legal no son cuantiosos. Un ejemplo típico de función esencial de los bancos es el caso en que la autoridad monetaria esteriliza parte o la totalidad de los flujos emitiendo letras de Tesorería, que pueden venderse fuera del sistema bancario, pero la intermediación bancaria las dota de "liquidez". Tal es claramente el caso si las letras de Tesorería se adquieren con el producto de depósitos transferibles. No es, pues, de sorprender que en muchos ejemplos de esterilización los bancos internos acaben siendo los

principales inversionistas en letras de Tesorería.

Ahora bien, los bancos pueden desempeñar un cometido importante en episodios ajenos a la esterilización. Los depósitos bancarios resultan atractivos para los inversionistas de corto plazo, que acostumbran "estacionar" sus fondos en un banco local, en espera de mejores oportunidades en el extranjero o a veces en el país. Los bancos, a su vez, invierten esos fondos externa o internamente. La inversión en el extranjero es poco probable, porque los bancos locales no pueden competir con los bancos externos en los mercados foráneos. Por lo tanto, esos fondos sin duda se prestarán en el país para proyectos de corto plazo.

Las dos principales preocupaciones, respecto a la intermediación de los flujos internacionales de capital por conducto del sistema bancario interno, son las tasas de interés, que deben reflejar el riesgo por país, y el seguro gratuito de depósitos bancarios, explícito o implícito. El primer factor implica normalmente tasas de interés internas mucho más altas que las internacionales. Si se dedican los fondos a adquirir letras de Tesorería cuyo producto se invierte en reservas internacionales (por ejemplo, Bonos de Tesorería de Estados Unidos), esa operación incrementará el déficit del sector público. El costo fiscal puede ser sustancial, cuando se esterilizan masivamente los ingresos de capital, como ejemplifica la reciente experiencia de Egipto y Colombia. Por otra parte, si se prestan los fondos al sector privado, buena parte de los mismos puede no canalizarse hacia la inversión interna en capital físico o humano.

El implícito seguro gratuito de los depósitos bancarios es motivo de preocupación porque, entre otra cosas, induce a los bancos a incrementar su exposición al riesgo (por ejemplo, prestando poca atención a emparejar los vencimientos de los depósitos con los de los préstamos, ya que normalmente los últimos son más cortos que los primeros). Así, un auge de los préstamos puede crear, o exacerbar, la asimetría entre los activos y los pasivos de los bancos, con lo que se producirá un súbito estallido de egresos de capital, y quizás una crisis financiera. Esto es particularmente el caso si los ingresos de capital no se esterilizan y los bancos los prestan al sector privado, que probablemente los invierta en activos ilíquidos o los use para financiar gastos corrientes. El seguro gratuito implícito es aun más dañino cuando va acompañado de una deficiente supervisión bancaria. Empero, alguien tiene que financiar el seguro, lo que sin duda significa que tales esquemas incrementan el riesgo por país y por lo tanto impiden que las tasas de interés internas converjan hacia sus niveles internacionales.

¹⁵ Por bancos internos queremos decir bancos que operan en el país de que se trate, aunque su sede principal se localice en otra parte.

1) Crédito y cuenta corriente

La inadecuada intermediación es fuente de preocupación por otras razones, aparte de la vulnerabilidad del sector bancario. Por ejemplo, el sector privado puede incurrir en exceso de empréstitos, por tres razones: distorsiones estáticas (rigidez salarial, competencia imperfecta, etc.), distorsiones dinámicas o de mercado de capital (incluidos el seguro de depósitos gratuito y la falta de confianza en las políticas anunciadas) y consideraciones de distribución del ingreso. El papel que desempeñan las distorsiones en las deficiencias de la intermediación financiera es claro. Las distorsiones estáticas pueden conducir a una equivocada elección de tecnología, y sus efectos perniciosos se agravarán por el acceso al crédito externo. Las distorsiones dinámicas producen directamente la errónea intermediación. El tercer punto corresponde al caso en el cual los resultados del mercado no son óptimos, desde el punto de vista de los formuladores de las políticas, debido a los efectos

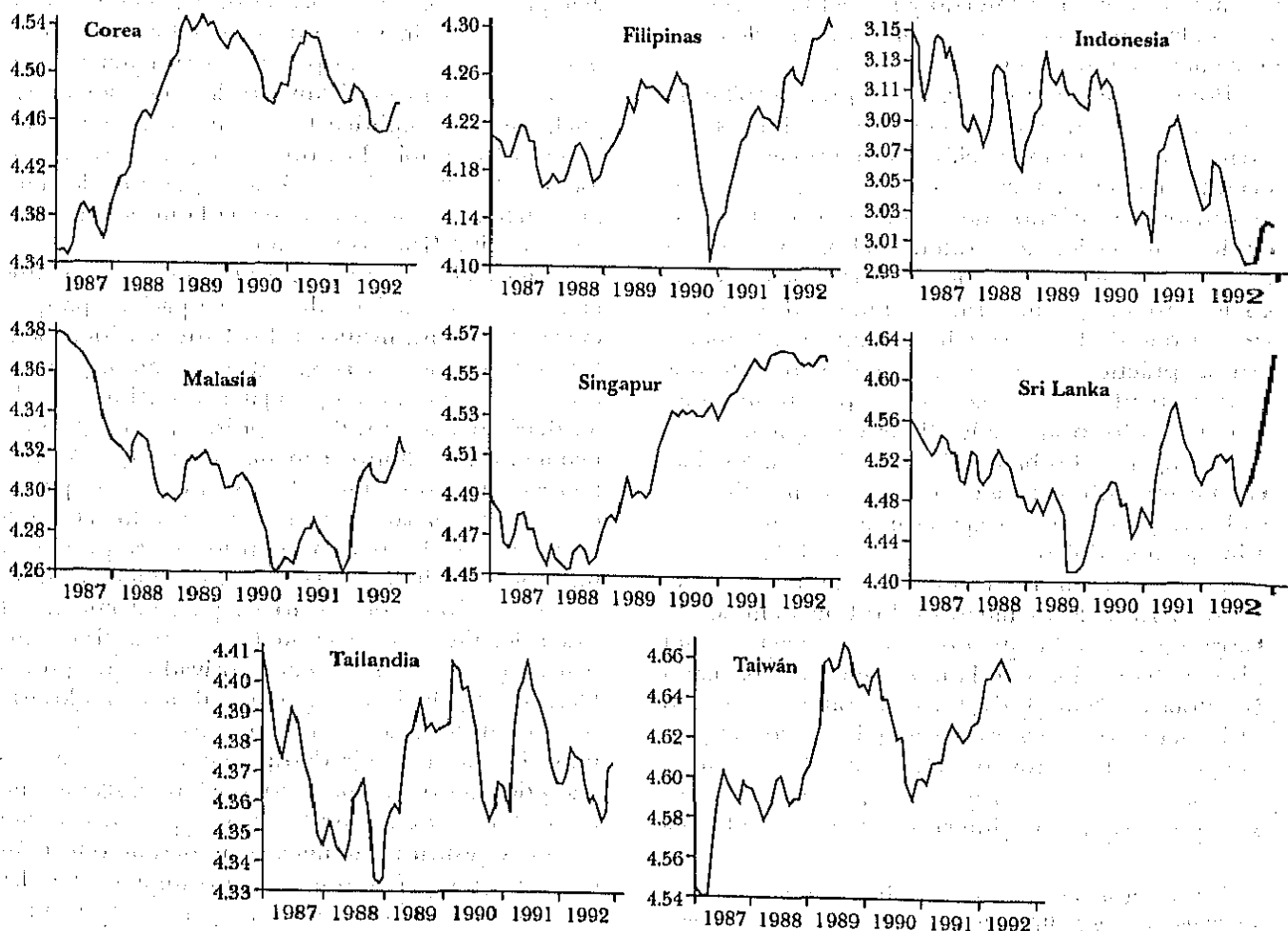
indeseados de la distribución del ingreso, entre miembros de la misma generación o entre distintas generaciones.

En suma, los efectos perniciosos de la intermediación interna seguramente se incrementarán en presencia de flujos masivos de capital y se agravarán si los flujos son primordialmente de corto plazo.

V. Políticas macroeconómicas

La respuesta óptima de las políticas a los ingresos de capital depende en gran medida de la persistencia prevista de los flujos y de la índole de los mercados de crédito interno. Además, el prevaleciente entorno político (por ejemplo, el que la economía esté o no sujeta a un programa de estabilización de precios) y el grado de confianza que se tenga en las autoridades son asimismo factores determinantes de la forma y oportunidad de la adecuada respuesta de las políticas.

GRÁFICA IV. ASIA: TIPO DE CAMBIO REAL, 1987-92



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

La justificación de las intervenciones proviene de las principales preocupaciones de los formuladores de las políticas: *a)* puesto que las entradas de capital suelen llevar aparejadas una apreciación del tipo de cambio real y una mayor volatilidad cambiaria, se teme que esos factores afecten adversamente el sector exportador; *b)* como ya se ha señalado, los ingresos de capital (particularmente si son masivos) pueden no estar correctamente intermediados y por lo tanto conducir a una mala asignación de recursos y quizás a déficit excesivos en cuenta corriente; y *c)* los ingresos de capital (en especial, de dinero especulativo) pueden revertirse en cualquier momento, lo que posiblemente conduzca a una crisis financiera interna, proveniente de una seria asimetría entre los activos y los pasivos de los bancos, como hemos visto. Tales preocupaciones a menudo han llevado a las autoridades a reaccionar ante las entradas de capital instrumentando una amplia variedad de medidas de política. Examinaremos a continuación las ventajas de algunas de esas políticas (véase Zahler [14], para el caso chileno).

1) Política monetaria y cambiaria

Si un país se asemeja a un estado de Estados Unidos, es factible, y quizá deseable, un régimen de tipo de cambio fijo, sin esterilización de las entradas de capital. En cambio, es posible que un país que esté llevando a cabo un programa de estabilización con base cambiaria y cuyos mercados crediticios internos estén operando mediocrementemente prefiera la esterilización, a menos (o hasta) que los costos fiscales se vuelvan exorbitantes. Esto es así porque la esterilización permite un control más estricto de la liquidez (véase Calvo y Végh [6]), y un súbito auge de las entradas de capital puede afrontarse sin esfuerzo con la correspondiente pérdida de reservas, sin afectar el crédito al sector privado. Además, si la credibilidad de las autoridades monetarias no está bien establecida y está directamente vinculada al desempeño de los agregados monetarios y crediticios, puede justificarse la esterilización, a fin de frenar el crecimiento de esos agregados. De hecho, tanto en Asia como en América Latina la intervención esterilizada (en distintas magnitudes) ha sido la respuesta más frecuente de las políticas a la afluencia de capitales.

Surge una seria dificultad cuando los costos fiscales de la esterilización son cuantiosos y los fondos internacionales sumamente volátiles. Además, en algunos casos (Colombia y Malasia, por ejemplo) las políticas de esterilización han incrementado las tasas de interés internas, estimulando así aun más las entradas de capital. En tales circuns-

tancias, hay tres opciones de política monetaria: permitir la flotación del tipo de cambio, aumentar los requisitos marginales del cociente efectivo/depositos o recurrir a la intervención no esterilizada.

La primera opción (flotación cambiaria) tiene la ventaja de exogenizar la oferta de dinero y el crédito interno respecto a las entradas de capital. Ninguno de los países estudiados ha optado por el sistema de tipos de cambio flotantes, pero algunos, como Chile y México, han ensanchado sus bandas de fluctuación. Se arguye que la mayor incertidumbre de los tipos de cambio puede desalentar los flujos de capital especulativo de corto plazo. La principal desventaja de la flotación pura es que los flujos masivos de capital pueden inducir una marcada apreciación nominal y real de la moneda local. La apreciación real puede perjudicar a sectores estratégicos de la economía, como el de exportaciones no tradicionales; tal es claramente el caso si la apreciación es persistente. Empero, aun si no se da ese caso, la mayor volatilidad cambiaria puede tener efectos negativos en los sectores de bienes no comerciales, en la medida en que los mercados de futuros sean incipientes. A fin de evitar la volatilidad del tipo de cambio asociada a la flotación pura, pero limitando el efecto de los flujos de capital sobre el acervo de dinero, varios países (Colombia, Malasia, Singapur y Taiwán) han permitido cierta apreciación del tipo de cambio nominal. Esa política tiene la ventaja de que, en la medida en que se aprecie el tipo de cambio real de equilibrio, permite que la apreciación real se efectúe de una sola vez, mediante la apreciación nominal, en vez de gradualmente, por medio de incrementos de la inflación interna.

La segunda opción (aumento de los requisitos marginales de encaje legal), que ha sido utilizada por Chile y Malasia, reduce la capacidad de préstamo de los bancos. Consideremos el caso en que los requisitos se fijan en 100% de los depósitos que excedan de un punto de referencia dado; una vez alcanzado ese punto de referencia, los bancos no tienen incentivo para pagar intereses por los depósitos. Si hay tipo de cambio fijo, los nuevos flujos de capital que no se destinen a financiar un déficit de cuenta corriente se cambian por moneda local al tipo de cambio fijo. Si la autoridad monetaria no esteriliza esos fondos, no se prestarán por conducto del sistema bancario (debido al requisito de 100%), impidiendo así la expansión del crédito bancario procedente de la intervención no esterilizada. Es más, como las tasas de interés de depósito caen a cero si el acervo de depósitos sobrepasa el mencionado punto de referencia, incrementar los requisitos marginales de encaje legal ahuyentará las entradas de capital. Una desventaja

de esa política es que con el tiempo puede promover la desintermediación, al surgir nuevas instituciones que soslayen las regulaciones del encaje legal. Eventualmente, dichas instituciones pueden adquirir tal dimensión que quepan en el seguro de depósito del banco central (por el principio de que "son demasiado grandes para quebrar"), con lo que volverán a surgir todos los problemas derivados de la intervención no esterilizada. Así pues, es poco probable que el incremento de los requisitos marginales de encaje legal sea efectivo más allá del corto plazo.

La tercera opción (intervención no esterilizada) corre el riesgo de generar un sistema financiero vulnerable. Además, la expansión del crédito y el dinero derivada de los flujos de capital puede despertar dudas en cuanto a la credibilidad de las metas programadas de crecimiento monetario e inflación que se habían anunciado. Así pues, esa opción se vuelve tanto más atractiva cuanto menor sea la capacidad del sistema bancario de aumentar los préstamos al sector privado. Al aproximarnos al caso límite, en que el sistema bancario no puede intermediar más fondos, los flujos adicionales de capital por conducto del sistema bancario ejercerán una fuerte presión a la baja sobre las tasas de interés. Esto tiene la ventaja de frenar las entradas de capitales y reducir el costo fiscal del crédito interno pendiente de pago. Argentina es un ejemplo de política de intervención no esterilizada.

2) Política fiscal

En algunos países (Israel en 1978 y Chile en 1991), se aplicaron impuestos a los empréstitos externos de corto plazo. Aunque esa política resulta efectiva a corto término, la experiencia sugiere que el sector privado no tarda en encontrar subterfugios para eludir esos impuestos, sobrefacturando las importaciones y subfacturando las exportaciones, e incrementando el recurso al financiamiento paralelo y a los mercados cambiarios.

Otra reacción de las políticas frente a los flujos de capital podría ser la constricción de la política fiscal, como ocurrió en Tailandia. Si bien tal política probablemente no detenga las entradas de capital, puede reducir la demanda agregada y frenar el efecto inflacionario.¹⁶ A ese respecto, quizá los impuestos más altos sean menos efectivos que el menor gasto gubernamental. Suele ocurrir que, cuando el crédito está ampliamente disponible

¹⁶ Además, en la medida en que reduce la necesidad del gobierno de emitir títulos de deuda, es probable que una política fiscal más estricta abajará las tasas de interés internas.

(como sucede cuando hay entradas masivas de capital), los gastos de los particulares sean sumamente independientes de sus pasivos tributarios. Esto es especialmente cierto si se espera que los incrementados impuestos sean transitorios (expectativa plausible, puesto que el alza de los impuestos se asociaría a flujos de capital transitorios). En cambio, un gasto gubernamental más bajo, particularmente si se destina a la adquisición de bienes y servicios no comerciales, tiene un efecto directo sobre la demanda agregada, que probablemente no se contrarreste con una expansión de la demanda del sector privado. Empero, la contracción del gasto gubernamental es siempre una cuestión políticamente delicada. Por lo general, es difícil justificar una política de ajuste fiscal, que usualmente se basa en consideraciones de mediano o largo plazos, en respuesta a lo que puede resultar ser una modificación de corto plazo de los flujos de capital internacional. No obstante, si las autoridades han pensado en una posición fiscal más estricta, la presencia de entradas de capital puede requerir una acción más temprana al respecto.

3) Política comercial

Las medidas de política comercial pueden contribuir a aislar el sector exportador de la apreciación del tipo de cambio real. Una posibilidad es aumentar los subsidios a la exportación, pero esa política distorsiona la asignación de recursos entre bienes exportables y bienes importables, y el costo fiscal podría ser sustancial. Otra opción sería aumentar los subsidios a la exportación y los aranceles de importación en la misma proporción (a fin de no crear más discrepancias entre la relación de intercambio interna y la externa) y anunciar que esos aumentos se escalonarán en el futuro. Efectivamente, si el sector privado percibe que las medidas son transitorias, es probable que los agentes económicos sustituyan el gasto presente por gasto futuro, evitando así la tensión excesiva de la economía y atenuando la apreciación del tipo de cambio real. El costo fiscal de esa política no necesita ser cuantioso, particularmente si el déficit comercial es pequeño. Además, las distorsiones estáticas no se incrementan, puesto que no cambian las asimetrías iniciales entre los precios relativos de las exportaciones y las importaciones. No obstante, esa política puede criticarse por varias razones: su efectividad depende de que el sector privado crea que los subsidios y aranceles sí se escalonarán en el futuro; se desvía (al igual que la política que implicaba sólo los subsidios) de la tendencia mundial a la apertura comercial y los tratados de libre comercio; y, como lo han demostrado pasadas

experiencias, esas medidas proteccionistas a menudo han conducido a represalias y reducción del bienestar.

4) Regulación y supervisión bancarias

Como ya se ha señalado, el intento de aislar el sistema bancario de los flujos de capital de corto plazo es una meta atractiva, cuando los más de los flujos toman la forma de mayores depósitos bancarios de corto término. Una regulación que limite la exposición de los bancos a la volatilidad de los mercados de acciones y bienes raíces puede contribuir a proteger el sistema bancario de las "burbujas" derivadas de una sustancial entrada de capitales. A este respecto, los requisitos de capital basados en el riesgo, aunados a la adecuada supervisión bancaria para que esos requisitos se cumplan, ayudarían a aislar el sistema bancario interno de los caprichos de las entradas de capital.

VI. Consideraciones finales

El análisis que acabamos de presentar peca sin duda de pesimista, por insistir en los riesgos derivados de los flujos de capital, pero el panorama global no es tan negro. Varios países asiáticos han recibido ingresos de capital similares a los que se dirigieron a América Latina, sin considerables apreciaciones del tipo de cambio real, en parte porque una buena proporción de esas entradas tomó la forma de inversión directa. Esto, por supuesto, elimina muchas de las preocupaciones citadas, pero lo esencial es cómo lograr esa favorable composición de los flujos de capital. A este respecto, nuestro sentir es que no hay trapecho que valga. Para inducir a los inversionistas a echar la llave a sus capitales en un país hambriento de crecimiento, los diseñadores de las políticas tienen que lograr un alto grado de credibilidad y estar dispuestos a sustentar políticas claras, sencillas y orientadas al mercado. Aun así, puede tomar algún tiempo conseguir una sustancial inversión directa.

Así pues, mientras no se logre esa credibilidad, bien harán los países en mostrarse cautos en cuanto a la intermediación de los flujos de capital, sobre todo si se percibe que éstos son primordialmente de corto plazo y susceptibles de una súbita reversión. Una razonable secuencia de las políticas consistiría en una restricción inicial de la intermediación, mediante la intervención esterilizada, una mayor flexibilidad de los tipos de cambio y/o un incremento de los requisitos marginales de encaje legal. Después podría procederse a la gradual mo-

netización de los flujos (o sea, intervención no esterilizada), acompañada quizá por una apreciación de la moneda. La etapa de intervención no esterilizada podría apresurarse si el acceso al crédito es limitado y/o los costos cuasifiscales son altos, y si la implícita creación de crédito y dinero no impulsa un incremento de la inflación.

Referencias bibliográficas

- [1] Bercuson, K., y L. Koenig, *The recent surge in capital inflows to Asia: cause and macroeconomic impact*, Fondo Monetario Internacional, Washington, 1993 (doc. especial).
- [2] Calvo, Guillermo A., "The perils of sterilization", *IMF Staff Papers*, vol. 38, n° 4, diciembre de 1991, pp. 921-26.
- [3] Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart, "Capital inflows to Latin America: the role of external factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, 1993, pp. 108-51.
- [4] Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart, *Capital inflows to Latin America: the seventies and the nineties*, Fondo Monetario Internacional, Washington, 1992 (doc. de trabajo n° 85); de próxima publicación en Edmar L. Bacha (ed.), *Development, trade and the environment*, Macmillan, Londres.
- [5] Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart, *Capital inflows to Latin America, with a reference to the Asian experience*, de próxima publicación en Sebastián Edwards (ed.), *Money and finance in the open economy*.
- [6] Calvo, Guillermo A., y Claudio A. Végh, "Currency substitution in developing countries: an introduction", *Revista de Análisis Económico*, vol. 7, 1992, pp. 3-27.
- [7] Claessens, Stijn, P. Chuhan y N. Namingi, *Equity and bond flows to Latin America and Asia: the role of external and domestic factors*, inédito, Banco Mundial, Washington, mayo de 1993.
- [8] Clark, J., C. Collyns, R. Feldman, A. Mansur, P. Mylonas, K. Parker, L. Pauly, R. Renhack y P. Szymczak, *Private market financing for developing countries*, Fondo Monetario Internacional, Washington, diciembre de 1992 (serie Panorama económico y financiero mundial).
- [9] El Erian, M. A., "Restoration of access to voluntary capital market financing", *IMF Staff Papers*, vol. 39, 1992, pp. 175-94.

- [10] Fondo Monetario Internacional, departamento de Investigación, *Determinants and systemic consequences of international capital flows*, FMI, Washington, marzo de 1991 (doc. especial n° 77).
- [11] Mathieson, Donald J., y L. Rojas Suárez, *Liberalization of the capital account: experiences and issues*, Fondo Monetario Internacional, Washington, 1992 (documento de trabajo n° 46).
- [12] Reisen, Helmut, "The impossible trinity in South-East Asia"; de próxima publicación en *International Economic Insights* (Instituto de economía internacional), 1993.
- [13] Rodríguez, Carlos A., *Situación monetaria y cambiaria en Colombia*, inédito, Centro de estudios macroeconómicos de Argentina, Buenos Aires, noviembre de 1991.
- [14] Zahler, Roberto, "Política monetaria en un contexto de apertura de la cuenta de capitales", *Boletín del CEMLA*, Suplemento, vol. 38, n° 4, julio-agosto de 1992, pp. S26-S35.