

Los mercados emergentes y el desafío del capital externo

• • • • • MOISÉS J. SCHWARTZ*

Durante los últimos años numerosos países en desarrollo recibieron cuantiosas entradas de capital en razón de ciertos fenómenos económicos tanto en las naciones industrializadas cuanto en esos mismos países con mercados emergentes. Tales flujos han entrañado un reto importante para las autoridades monetarias nacionales. La gran tarea de la política económica al respecto consiste en aprovechar los beneficios de la inversión extranjera, sin los efectos desfavorables en la instrumentación de la política monetaria.

Para arribar a soluciones prácticas resulta crucial un entendimiento claro del origen de los flujos de capital hacia las economías emergentes. Contribuir a ello es el principal objetivo de este trabajo. En la primera parte se analiza el comportamiento reciente de los flujos financieros hacia los mercados emergentes, para lo cual se refiere el monto y tipo de capital que recibieron los países en desarrollo de 1990 a principios de 1995; también se explican las causas del incremento de dichas corrientes de capital en los primeros años de los noventa, así como aquellas que propiciaron su debilitamiento a finales de 1994 y comienzos de 1995. Enseguida se describe la importancia que los mercados emergentes han adquirido en la economía internacional durante los últimos años, mientras que en la siguiente sección se analizan la relación de los mercados internacionales con los emergentes, el efecto de la entrada de capitales en el país receptor y las opciones de política del banco central ante el ingreso masivo de capitales. Por último, se presentan algunas conclusiones generales.

** Funcionario del Banco de México. Las opiniones presentadas son responsabilidad del autor y no necesariamente coinciden con las del banco central; el autor agradece la colaboración de Alejandro Díaz de León.*

FLUJOS DE CAPITAL HACIA LOS MERCADOS EMERGENTES

La política financiera aplicada en Estados Unidos y en el resto de las naciones industrializadas afecta de diferentes maneras a las economías con mercados emergentes. Quizá la más importante es la concerniente al flujo de capitales entre los países. A continuación se examinan las causas y los efectos de las corrientes financieras hacia los mercados emergentes.

A partir de 1990 la situación económica y financiera de los principales mercados emergentes mejoró mucho por las estrategias de apertura y estabilización aplicadas por los países respectivos. El establecimiento de políticas de libre mercado atrajo cuantiosas entradas de capital, incluso con diferenciales de tasas de interés relativamente bajas, aunque también influyó el ciclo de escaso crecimiento y bajas tasas de interés presente a principios de los noventa en la mayoría de los países industrializados.

Descripción de los flujos

La corriente neta de capital hacia los países en desarrollo se incrementó de unos 40 000 millones de dólares en 1990 a 155 000 millones en 1993, para luego descender a 125 000 millones en 1994 (cuadro 1). Cabe destacar el caso de México, donde las entradas de capital cambiaron radicalmente, al pasar de 2 000 millones de dólares en el período 1983-1989 a 106 000 millones en el quinquenio 1990-1994. Estos flujos fueron cuantiosos tanto en términos absolutos como relativos, pues en 1993 México recibió 34 000 millones de dólares equivalentes a 9% de su PIB global y a 22% del total de capitales que recibieron los países en desarrollo (aun cuando el PIB mexicano representó apenas 8% del generado por todas esas naciones).

C U A D R O 1

FLUJOS DE CAPITAL A PAÍSES EN DESARROLLO (MILES DE MILLONES DE DÓLARES)

	Promedio anual						
	1977- 1983-						
	1982	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<i>A todos los países en desarrollo</i>							
Total de flujos de capital neto	39.1	9.7	39.8	93.0	111.6	154.7	125.2
Inversión extranjera directa neta	9.7	12.4	19.5	28.8	38.0	52.8	56.3
Inversión en cartera neta	-3.1	1.0	6.2	22.5	39.1	88.3	61.7
Otro	32.5	-3.7	14.2	41.7	34.5	13.6	7.2
<i>Asia</i>							
Total de flujos de capital neto	15.8	16.7	25.6	50.7	39.2	72.0	73.4
Inversión extranjera directa neta	2.7	5.2	9.8	14.9	19.9	35.6	36.9
Inversión en cartera neta	0.6	1.4	-0.4	3.1	7.4	23.9	28.1
Otro	12.5	10.1	16.2	32.7	11.9	12.5	8.4
<i>Hemisferio Oeste</i>							
Total de flujos de capital neto	26.3	-16.6	17.9	28.6	52.6	62.3	38.6
Inversión extranjera directa neta	5.3	4.4	6.8	11.2	12.9	13.8	14.8
Inversión en cartera neta	1.6	-1.2	5.6	16.7	27.3	53.8	29.4
Otro	19.4	-19.8	5.5	0.7	12.4	-5.3	-5.6
<i>Otros</i>							
Total de flujos de capital neto	7.6	9.6	-3.7	13.6	19.9	20.3	13.2
Inversión extranjera directa neta	1.7	2.8	2.9	2.7	5.3	3.3	4.6
Inversión en cartera neta	5.3	0.8	1.0	2.7	4.4	10.6	4.2
Otro	0.6	6.0	-7.6	8.3	10.2	6.4	4.4
<i>México</i>							
Total de flujos de capital neto	9.7	-2.1	10.9	22.5	26.5	33.8	12.1
Inversión extranjera directa neta	1.6	1.2	2.5	4.8	4.4	4.9	7.9
Inversión en cartera neta	0.7	-1.1	4.5	10.1	18.0	28.4	7.8
Otro	7.4	-2.2	3.9	7.6	4.1	0.5	-3.6

Fuente: FMI, *World Economic Outlook*.

Durante el último lustro alrededor de 41% de los flujos de capital hacia los mercados emergentes correspondió a inversión de cartera (en instrumentos del mercado de dinero y de valores) y 37% a inversión extranjera directa (IED). Existen diferencias importantes por regiones. En Asia la primera representó 24% de la entrada total de capitales y la segunda significó 45%, situación que contrasta con la de los países en desarrollo del hemisferio occidental, donde las proporciones respectivas fueron de 66 y 30 por ciento.

Principales factores expansivos

De manera general se puede afirmar que el incremento de los flujos de capital hacia los países con mercados emergentes se debe a tres factores fundamentales:

i) La exitosa restructuración de la deuda externa de los principales países en desarrollo, junto con la instrumentación de reformas económicas estructurales y financieras que les dieron acceso a los mercados internacionales.

ii) La fase del ciclo económico por la que transitaban los prin-

cipales países desarrollados, caracterizada por el desaceleramiento económico, la caída en la demanda de crédito y la baja de las tasas de interés. En Estados Unidos, por ejemplo, la tasa del mercado de dinero cayó 9.8% en abril de 1989 a 2.9% en noviembre de 1992, lo cual animó a los inversionistas a buscar un mayor rendimiento en otros mercados.

iii) La creciente tendencia de los inversionistas institucionales a la diversificación internacional de sus carteras.

En 1987 apenas 50 centavos de cada 100 dólares de inversión externa en cartera de los países desarrollados se canalizó a los mercados emergentes. En 1993 esa relación llegó a 16 dólares de cada 100, pues a principios de los noventa las inversiones en dichos mercados se convirtieron en un activo reconocido y atractivo para la comunidad financiera internacional.

Principales factores del reflujo

A la par con el cambio en el ciclo económico de los principales países en desarrollo, alentado por el repunte de la economía estadounidense, se instrumentaron políticas restrictivas que elevaron las tasas de interés, lo que suscitó la revaluación de las carteras de los principales inversionistas internacionales. Ello se reflejó en el comportamiento de las emisiones de la deuda de los países en desarrollo en los mercados mundiales, cuyo monto pasó de 18 000 millones de dólares en el primer trimestre de 1994 a 8 000 millones en el segundo. Como secuela, el diferencial de tasas de interés de los bonos Brady emitidos por Argentina, Brasil, México y Filipinas aumentó en rangos de 132 a 575 puntos base respecto a los bonos del Tesoro de Estados Unidos.

Los mercados de capitales de los primeros países emergentes resintieron la caída de los flujos de capital extranjero. De enero a noviembre de 1994 los índices generales respectivos disminuyeron más de 10% en Argentina, Venezuela, China, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia. La Bolsa Mexicana de Valores retrocedió 9% en febrero y 14% en marzo del mismo año.

Las gráficas 1, 2, 3 y 4 muestran el comportamiento de los principales mercados bursátiles de América Latina. Se puede apreciar que los de México, Brasil y Argentina registraron una importante baja desde los últimos meses de 1994. En Chile, aunque hubo algunas contracciones a finales de 1994 y principios de 1995, no se revirtió la tendencia alcista del mercado de valores. Este desempeño representa un claro ejemplo de que el llamado *efecto tequila* repercutió con más severidad en aquellos países con ciertas características macroeconómicas, tales como bajos niveles de ahorro interno, grandes déficit en cuenta corriente, sistemas financieros frágiles y deudas cuantiosas de corto plazo.

Aunque la crisis mexicana de fines de 1994 y principios de 1995 se precipitó por acontecimientos políticos que cambiaron las previsiones de los inversionistas extranjeros, no se puede pasar por alto la difícil situación de los mercados emergentes ante el incremento generalizado de las tasas de interés en los países industrializados y la menor disponibilidad mundial de fondos crediticios.

G R Á F I C O 1

ÍNDICE DE LA BOLSA MEXICANA DE VALORES (RENDIMIENTO EN DÓLARES)



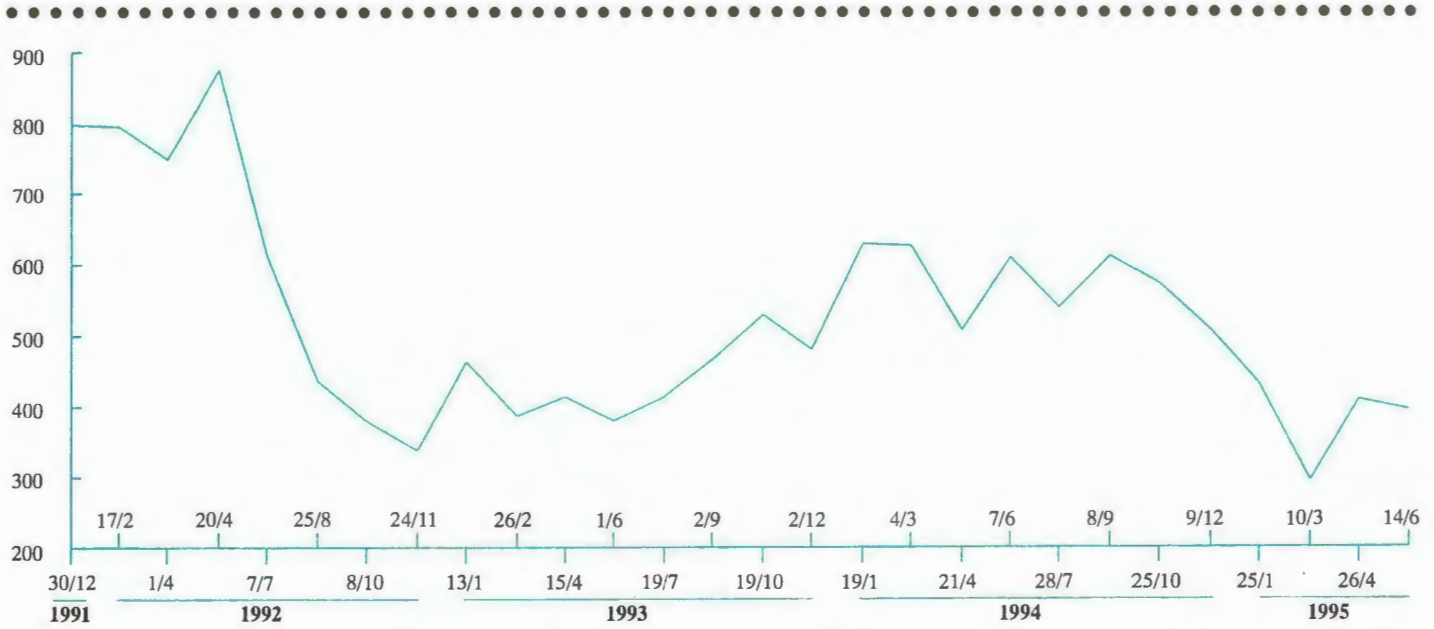
G R Á F I C O 2

ÍNDICE DE LA BOLSA DE VALORES DE BRASIL (RENDIMIENTO EN DÓLARES)



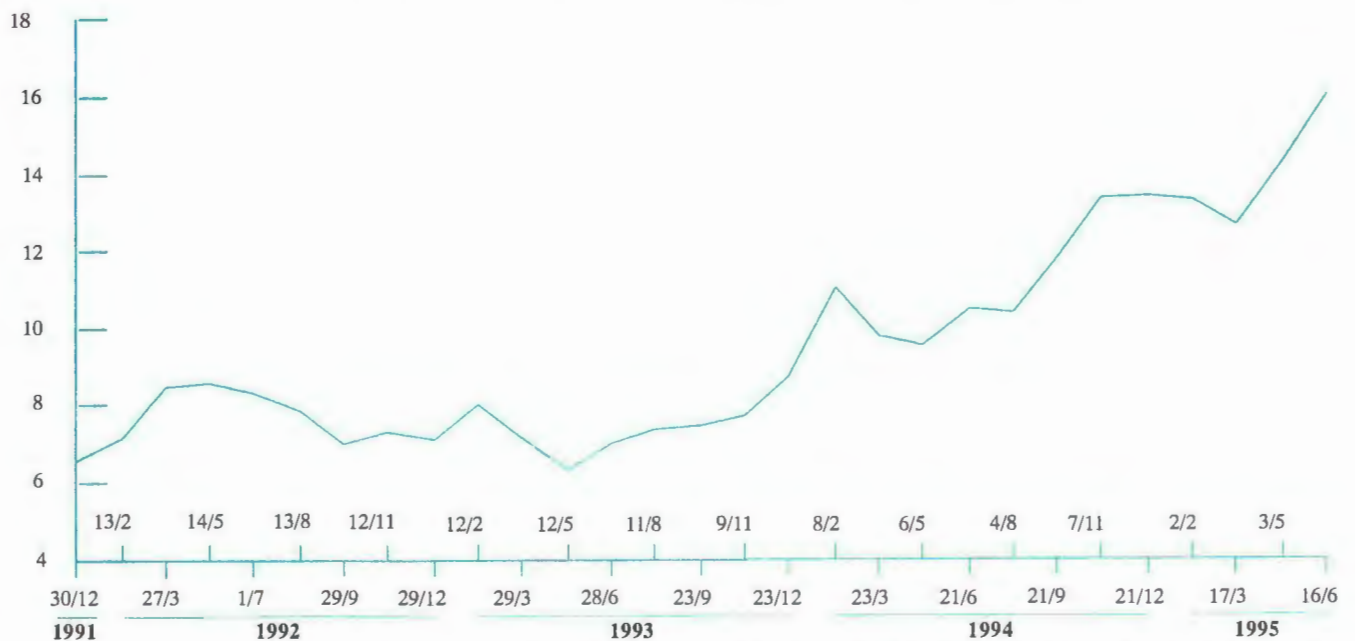
G R Á F I C O 3

ÍNDICE DE LA BOLSA DE VALORES DE ARGENTINA (RENDIMIENTO EN DÓLARES)



G R Á F I C O 4

ÍNDICE DE LA BOLSA DE VALORES DE CHILE (RENDIMIENTO EN DÓLARES)



NUEVA RELACIÓN ENTRE LOS MERCADOS INTERNACIONALES Y LOS EMERGENTES

Si el alza de las tasas de interés en los principales países desarrollados disminuyó el flujo de capital hacia los mercados emergentes, la crisis mexicana llevó a revisar la participación de éstos en la economía mundial. Con ello se mostró su relevancia, pues de otro modo la comunidad financiera internacional quizá no hubiera actuado con la prontitud exigida por la situación mexicana. El aumento de la importancia relativa de los mercados emergentes se debe a diversos factores, entre los que destacan:

- Su integración a los principales mercados financieros internacionales. Las reformas económicas y financieras emprendidas por la mayoría de los países en desarrollo les permitieron un creciente acceso a los mercados internacionales.
- Los cambios en la estructura general de la deuda externa de las naciones en desarrollo por la creciente bursatilización de activos financieros. Hasta hace algunos años los países con mercados emergentes tendían a financiarse con créditos bancarios directos, mientras que ahora una gran parte del financiamiento proviene de la colocación directa de instrumentos de deuda y capital. Esto ha alterado la naturaleza de los acreedores de los países en desarrollo, pues los bancos comerciales han perdido importancia frente a los inversionistas institucionales.

Al cambiar la relación entre los mercados emergentes y los internacionales, en la actualidad los principales participantes en los primeros son los fondos y sociedades de inversión, que por la crisis de México decidieron reducir sus tenencias en los demás mercados emergentes. Dada la composición de los inversionistas en estos mercados, el riesgo de "contagio" de la crisis financiera se ha incrementado.

La reacción de los inversionistas extranjeros, en particular los institucionales, de reducir sus tenencias de activos en los mercados emergentes fue mucho más fuerte en los países con bajos niveles de ahorro interno, grandes déficit en cuenta corriente, frágiles sistemas bancarios y cuantiosas deudas de corto plazo. Fue el caso de Argentina, que perdió reservas internacionales por unos 5 000 millones de dólares y que al reducir la base monetaria, en razón de su régimen cambiario, originó un incremento en las tasas de interés internas de 33 puntos porcentuales hasta llegar a tipos de 50% en marzo de 1995. El incremento del riesgo en algunos mercados emergentes se reflejó en mayores diferenciales en sus bonos Brady y las tasas de interés en Estados Unidos. Lo anterior se puede apreciar en el cuadro 2. Los países emergentes con solidez económica, como la mayoría de los asiáticos, fueron menos afectados por el contagio de la crisis mexicana.

Los diferenciales de los bonos Brady sobre las tasas de interés de los bonos del Tesoro estadounidense se incrementaron para Brasil, Venezuela y Argentina de manera muy similar a los de México. La tercera columna del cuadro 2 muestra el comportamiento de los diferenciales de tasas de interés el 31 de enero de 1995, cuando se anunció el paquete de rescate económico para México por 50 000 millones de dólares.

Cabe resaltar la abrupta reducción en dichos diferenciales,

C U A D R O 2

DIFERENCIALES EN BONOS BRADY (CAMBIOS EN LOS PUNTOS BASE)

	Dic. 19-30 1994	Dic. 30- Ene. 30, 1995	Ene 30-31 1995	Ene. 31- Feb. 28, 1995
Argentina	218	183	-266	462
Brasil	116	281	-283	217
México	384	190	-212	366
Filipinas	27	43	10	109
Venezuela	374	719	-383	45

Fuente: Reuters y Salomon Brothers.

tanto sólo para los bonos Brady emitidos por México cuanto para los del resto de países latinoamericanos. Esta consonancia pone de manifiesto la interacción e interdependencia con la que los inversionistas internacionales perciben a los mercados emergentes, en este caso los de América Latina. Para los países en desarrollo resulta fundamental entender el comportamiento de los inversionistas institucionales internacionales, condición básica para establecer los mecanismos preventivos necesarios ante posibles contagios de crisis financieras y la generalización del pánico en los mercados emergentes.

Opciones en los mercados emergentes frente a las crisis financieras

Sin duda las reformas financieras en los mercados emergentes han reducido la libertad de las autoridades para reaccionar ante una crisis financiera. Los inversionistas nacionales y extranjeros pueden cambiar la denominación de sus activos con gran facilidad, mientras que los costos políticos de revertir las políticas de libre mercado resultan cada vez más elevados.

Por ello los países en desarrollo deben optar por promover la estabilidad económica mediante políticas fiscales y monetarias restrictivas. No obstante, existen diversas condiciones que facilitan o dificultan el funcionamiento de los mecanismos pertinentes. Por ejemplo, en un país con un sistema bancario débil y problemas de cartera vencida es muy difícil reducir la oferta monetaria de manera tajante para proteger la moneda, pues se corre el riesgo de que mayores tasas de interés propicien una severa crisis en el sistema financiero.

La situación del sistema bancario limita seriamente el manejo de las crisis financieras y la confianza en un régimen cambiario. Con un tipo de cambio fijo y un modelo de consejo monetario, por ejemplo, la credibilidad del sistema se finca en la capacidad para sostener las contracciones en la base monetaria que surjan ante un ataque contra la moneda. Si el mercado considera que el sistema bancario y la economía en general no resisten un incremento en las tasas de interés, entonces la política cambiaria perderá credibilidad. De cara a la globalización y la apertura de los mercados, en especial la de los emergentes, la salud del sistema bancario es de gran importancia. Los países en desarrollo, en consecuencia, deben buscar la regulación adecuada y prudente de las instituciones de crédito.



La reacción de los inversionistas extranjeros, en particular los institucionales, de reducir sus tenencias de activos en los mercados emergentes fue mucho más fuerte en los países con bajos niveles de ahorro interno, grandes déficit en cuenta corriente, frágiles sistemas bancarios y cuantiosas deudas de corto plazo

Efectos en el sistema internacional de pagos

A pesar de la magnitud de la crisis financiera en México y sus repercusiones en otros mercados emergentes, su efecto negativo en el sistema internacional de pagos no fue tan severo como el de la crisis deudora de 1982 por la naturaleza de las inversiones en los países emergentes. A diferencia de entonces, cuando el grueso de los créditos para los países en desarrollo provenían de los bancos comerciales, la mayoría de los financiamientos externos procedieron de inversiones institucionales y, si bien algunos de ellos reportaron pérdidas cuantiosas, éstas no amenazaron la integridad del sistema internacional de pagos.

Como se mencionó, la banca internacional redujo considerablemente los créditos directos a los mercados emergentes y, en cambio, se ha acudido en mayor medida a la bursatilización de activos de empresas de países en desarrollo. La ponderación de los créditos vigentes de la banca internacional en la deuda privada total de los mercados emergentes pasó de 62% en 1980 a 46% en 1993; a su vez, el peso relativo de la deuda bursátil ascendió de 8 a 32 por ciento en igual período.

Factores internacionales y mercados emergentes

En las dos secciones anteriores se describió el curso de los flujos de capital de los países desarrollados a los mercados emergentes. En este apartado se analiza la relación que tienen los factores económicos en los países desarrollados con los flujos de capital a los mercados emergentes, así como sus repercusiones en las economías receptoras del capital.

Calvo, Leiderman y Reinhart encontraron que el flujo de capitales hacia América Latina en 1990 y 1991 se debió principalmente a factores externos.¹ Si bien algunos países habían

1. Guillermo Calvo, Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart, *Capital Inflows and the Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors*. IMF Staff Papers, núm. 40, 1 de marzo de 1992.

emprendido reformas económicas que tornaron más atractiva la entrada de capitales, este factor no explica los flujos que recibieron otras naciones que no habían tomado tales medidas. Por tal razón, esos autores consideran que la caída de las tasas de interés, la recesión y los movimientos en la balanza de pagos de Estados Unidos, así como el desarrollo de condiciones similares en los principales países desarrollados, determinaron que los inversionistas buscaran mayores rendimientos en las economías latinoamericanas. En la mayoría de los casos el incremento de los flujos de capital contribuyó a que en los países receptores se presentara una apreciación del tipo de cambio real, cierto crecimiento económico y mayores rendimientos de las bolsas y los mercados de bienes raíces. Al respecto, los tres estudiosos señalan lo siguiente:

a] El ingreso de capitales originó la apreciación real del tipo de cambio en detrimento del aparato productivo, tanto de bienes comerciables cuanto de los no comerciables. Al parecer, según los estudiosos, el determinante principal del tipo de cambio real ha sido el flujo de capitales y no otros factores.

b] La entrada de capitales impone ciertas restricciones a la instrumentación de la política monetaria. Los bancos centrales deben resolver si intervienen o no en los mercados cambiarios para evitar una apreciación nominal de la moneda. También se debe decidir si conviene esterilizar el efecto monetario de las entradas de capital, medida que puede entrañar un enorme costo por el diferencial de las tasas de interés internas y las del exterior. Los autores recomiendan que tales decisiones de política deben tomarse según se perciba la permanencia de las entradas de capital.

c] Un mercado emergente puede recibir cuantiosos flujos de capital por dos causas: *i*) la percepción de mejores oportunidades de inversión a mediano y largo plazo, y *ii*) las acciones especulativas, cuando el programa económico no es necesariamente creíble pero existen oportunidades para aprovechar el diferencial de tasas de interés.

Ante los efectos mencionados de las entradas de capital externo, los bancos centrales se enfrentan con las siguientes situaciones:

Si se tiene un régimen de tipo de cambio flexible, las entradas de capital provocarían una apreciación nominal y real de la moneda. Si se trata de un régimen de tipo de cambio fijo o ajustado sistemático predeterminado, el banco central tendría que adquirir el excedente de divisas para mantener el tipo de cambio e inyectar, en contrapartida, moneda nacional. Esto último puede generar una sobreoferta de dinero en la economía, lo cual abriría paso a presiones inflacionarias. Ante ello, las autoridades monetarias pueden o no establecer políticas restrictivas para contrarrestar el exceso de la liquidez. El banco central tiene tres opciones de políticas *i)* dejar esa cantidad de dinero en circulación, lo cual suscitaría presiones inflacionarias en caso de un exceso de oferta de dinero; *ii)* evitar la monetización de los flujos de capital esterilizando la totalidad de la expansión monetaria mediante operaciones de mercado abierto, y *iii)* esterilizar parcialmente el efecto monetario de las entradas de capital.

En el primer caso, la monetización completa del dinero proveniente de los ingresos de capital externo aumentaría el poder adquisitivo de los agentes económicos importadores del capital o de quienes les venden activos. Con las entradas de capital, por otro lado, se incrementa la oferta de crédito, disminuyen las tasas de interés y aumentan el consumo y la inversión al reducirse el costo de financiamiento. La expansión del gasto se acentúa por el efecto multiplicador originado por el repunte inicial de la inversión y el consumo. Este crecimiento de la demanda agregada tendría efectos positivos en el empleo.

En la medida en que los recursos se destinan a inversiones productivas, aumenta la oferta agregada de la economía y se robustece el crecimiento económico. No obstante, en pocas ocasiones un aumento de dicha demanda se complementa en el corto plazo por una variación similar en la oferta. Lo anterior origina un menor superávit o un mayor déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Si el crecimiento de la demanda agregada proviniera del aumento de la inversión, su propia maduración ampliaría la oferta de bienes y servicios. Los efectos iniciales en la cuenta co-

rriente tenderían a revertirse mediante la disminución de las importaciones, el aumento de las exportaciones o la combinación de ambas cosas. En tal caso, al no esterilizarse las entradas de capital sería posible en el mediano y largo plazos un crecimiento económico con estabilidad de precios; en lo inmediato, empero, el aumento más que proporcional en la demanda agregada respecto a la oferta repercutiría en el nivel de precios. Por otro lado, al no esterilizar las entradas de capital, éstas tenderían a autorregularse, ya que la caída de las tasas de interés restaría atractivo al país y, en consecuencia, habría un menor ingreso de capital externo.

Una política de esterilización completa supone que cualquier adquisición de divisas por parte del banco central se compensa con una venta de deuda, y viceversa, a fin de mantener inalterada la base monetaria. Al anularse la expansión monetaria por los ingresos de capital, los recursos provenientes del exterior no se aprovechan para fines productivos sino sólo para acumular reservas internacionales. La medida evita cualquier efecto en las tasas de interés y, por ende, en la demanda agregada, que propicie el proceso expansivo referido. Las entradas de capital pueden ser fruto de expectativas favorables de crecimiento económico y de productividad de la inversión. En este caso, aplicar una política de esterilización completa obstruiría el desarrollo económico y los beneficios potenciales de la inversión extranjera en materia de crecimiento y empleo.

En suma, la instrumentación de una política monetaria adecuada depende de la naturaleza y permanencia de los flujos de capital. Si éstos son estables, y la demanda de liquidez va en aumento, lo conveniente es no esterilizar los flujos de capital y permitir la expansión de los agregados monetarios. Si por el contrario se trata de corrientes de capital muy volátiles, lo deseable sería anular su efecto monetario, es decir, evitar su monetización. Por lo difícil que resulta determinar la naturaleza de las entradas de recursos extranjeros, puede convenir una política de esterilización intermedia. La autoridades se enfrentarían entonces con el problema del grado en que deben —y pueden—

C U A D R O R O 3

POLÍTICAS ANTE ENTRADAS DE CAPITAL, 1988-1994

País	Año ¹	Restricción fiscal	Reevaluación	Aumento en la variabilidad del tipo de cambio	Intervención de esterilización	Control de las entradas de capital	Liberalización de las salidas de capital	Aceleración de la liberalización del comercio
Argentina	1991	No ²	No	No	No	No	No	No
Chile	1990	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Indonesia	1990	No	No	No ³	Sí	Sí	No	No
Malasia	1989	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
México	1990	No ²	No	No ³	Sí	No ⁵	Sí	Sí
Filipinas	1992	No	No	Sí ⁴	Sí	No	Sí	No
Sri Lanka	1991	No ²	No	No ³	Sí	No	No	Sí
Tailandia	1988	Sí	No	No	Sí	No	Sí	Sí

1. Primer año en el que se generaron entradas de capital. 2. La consolidación fiscal (incluyendo los esfuerzos de privatización) fue parte del programa de estabilización de precios y no una respuesta al aumento de la entrada de capitales. El Plan de Convertibilidad de Argentina empieza en abril de 1991 mientras que el plan mexicano antecede el surgimiento de la entrada de capitales y empieza en diciembre de 1987. 3. A pesar de los anuncios de la ampliación de las bandas de intervención, la variabilidad del tipo de cambio no cambia significativamente. 4. Las Filipinas y Sri Lanka ya tenían un sistema de tipo de cambio relativamente flexible al principio del episodio de la entrada de capitales. 5. Hasta 1994 no había restricciones en el endeudamiento en moneda extranjera.

Fuente: FMI.

C U A D R O 4

ACUMULACIÓN DE RESERVAS Y FLUJOS DE CAPITAL (CAMBIOS EN LAS RESERVAS COMO PORCENTAJE DEL BALANCE DE LA CUENTA DE CAPITAL)

	Año ¹	1o.	2o.	3o.	4o.	5o.	Promedio
Argentina	1991	82	42	46	12	-	46
Chile	1990	77	167	86	22	110	92
Indonesia	1990	48	63	23	9	-	31
Malasia	1989	92	126	18	67	121	85
México	1990	43	34	12	21	-159	28 ²
Filipinas	1992	13	9	17	-	-	13
Sri Lanka	1991	17	29	37	59	30	34
Tailandia	1988	75	34	39	41	47	47

1. El primer año en el que se generaron entradas de capital. El signo negativo significa pérdidas de reservas. 2. No incluye 1994.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales* y *World Economic Outlook*.

evitar la monetización de los flujos de capital. Lo anterior requiere una vigilancia continua de los diferentes factores que afectan el comportamiento de una economía y de la demanda de liquidez por los agentes económicos.

No existe un consenso claro acerca del tipo de política que los bancos centrales deben aplicar ante un incremento en la entrada de capitales, ya que la respuesta depende del marco institucional de cada país y la previsión gubernamental sobre su permanencia. En el cuadro 3 se presenta un resumen del tipo de política instrumentada por diversos países emergentes frente a los ingresos de capitales. El cuadro 4 muestra el movimiento de las reservas internacionales como proporción del saldo de la cuenta de capitales, de lo cual se puede inferir que la mayoría de los mercados emergentes ha incurrido en la esterilización referida.

Las entradas de capital por más de 10% del PIB pueden afectar severamente a cualquier economía. La respuesta de las autoridades puede ser variada, pero por regla general comprende un conjunto de medidas orientadas al adecuado manejo y control de los flujos. Es menester coordinar el régimen regulatorio con la política fiscal, monetaria y cambiaria para recibir los beneficios de largo plazo del incremento de aquellos capitales. Si se opta por una política de esterilización total o parcial, las autoridades deben seleccionar cuidadosamente el tipo y el plazo de la deuda objeto del esfuerzo esterilizador. Este aspecto tiene una importancia crucial, pues un mayor plazo promedio ponderado de la deuda permite a las autoridades mayor libertad para una adecuada toma de decisiones.

En la mayoría de los mercados emergentes los sistemas financieros no tienen los elementos suficientes para reducir los riesgos a que se encuentran expuestos. Esto es de enorme importancia en períodos de alta volatilidad de los mercados, en ocasiones por cambios drásticos en los patrones de los flujos de capital.


Por lo general, en los países emergentes se ha desarrollado un esfuerzo desregulatorio y privatizador que, junto con la entrada de capitales externos, ha liberado recursos para otorgar grandes cantidades de crédito al sector privado. Cuando ello sucede en un período muy breve, sin un marco regulatorio apropiado, se reduce la calidad de los créditos. La regulación pru-

dencial del sistema financiero debe permitir que los intermediarios puedan hacer frente a la volatilidad de las tasas de interés que la apertura financiera puede traer consigo. Para que un país pueda manejar adecuadamente mayores entradas de capital extranjero, debe tener un sistema financiero sólido que cuente con los medios pertinentes para solventar los riesgos.

CONCLUSIONES

Durante los últimos años los países en desarrollo han recibido cuantiosos flujos de capitales, debido tanto a causas exógenas (como las condiciones macroeconómicas de los países industrializados) cuanto a factores de carácter interno. Entre éstos destacan los avances económicos de los países emergentes, cuya desregulación global y relativa estabilidad cambiaria, financiera y de precios han propiciado el acelerado in-flujo de capitales.

No obstante, las autoridades financieras de algunas de esas naciones aún no han podido arrostrar los retos que entrañan las entradas de capital. Quizá el principal dilema para las autoridades monetarias es decidir cuál debe ser el monto de esterilización óptimo de los flujos de capital. Una política de esterilización intermedia parece una opción razonable.

La temporalidad o permanencia de los flujos financieros hacia un mercado emergente resulta crucial. Al respecto, las autoridades financieras deben prestar particular atención en cómo se invierte ese capital, es decir, si se trata de IED o inversión de cartera y a qué plazo. La experiencia internacional ofrece algunas lecciones, pero subsisten muchas interrogantes. La respuesta a ellas y la instrumentación de una política congruente con los objetivos de estabilidad económica en un mundo cada vez más integrado, donde prácticamente no existen fronteras para los movimientos de los factores productivos, son un gran reto para las autoridades financieras nacionales. 

Bibliografía

- Shaltid Javed Burki y Sebastian Edwards, *Latin America after México: Quickening the Pace*, Banco Mundial, inédito, Washington, 1995.
- Guillermo Calvo, *The Perils of Sterilization, IMF Working Paper*, WP/90/13, Washington, 1990.
- Guillermo Calvo, *Varieties of Capital Markets Crisis*, Universidad de Maryland, inédito, 1995.
- Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart, *Capital Inflows and the Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors*, IMF Staff Papers, núm. 40, Washington, 1 de marzo de 1992.
- Stijin Claessens, Michael P. Dooley y Adrew Werner, "Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?", *The World Bank Economic Review*, vol. 9, núm. 1.
- Rudiger Dornbusch y Alejandro Werner, *Mexico: Stabilization, Reforms, and No Growth*, Brookings Papers on Economic Activity, vol. 1, 1994.
- Miguel Kiguel y Nissan Livitian, "The Business Cycle Associated with Exchange Rate Based Stabilization", *The World Bank Economic Review*, vol. 6, 1992.