

Los controles de capital ganan espacio en la actual economía mundial

Inversionistas a nivel mundial han reasignado una gran cantidad de recursos hacia algunas economías de mercados emergentes ya que ellas ofrecen mayores retornos que economías más avanzadas. Esta es una estrategia beneficiosa tanto para las economías emergentes como para las avanzadas, ¿correcto? No necesariamente. Para muchas economías emergentes, este influjo de capital extranjero puede crear desequilibrios económicos que la política monetaria tradicional podría empeorar. ¿Qué pueden hacer los diseñadores de política al respecto?

Los diseñadores de política frecuentemente argumentan a favor de determinadas políticas, con la intención de hacer de su país, estado o ciudad un lugar más atractivo para el capital extranjero, ideal para invertir. El flujo de capital que llega a Estados Unidos, como por ejemplo a través de una compañía japonesa de fabricación de automóviles (autos) que instala una planta de ensamblaje en Georgia o a través de un banco suizo que compra acciones de Apple, es considerado por la mayoría como un resultado deseable. Sin embargo, para algunas economías emergentes que experimentan altas tasas de crecimiento y un creciente flujo de capital extranjero, dichas inversiones pueden plantear muchos desafíos.

¿Pero, no es esto algo bueno?

¿Qué tipos de desafíos enfrentan estas economías de mercados emergentes? ¿Acaso la teoría del desarrollo no predice que estos son los países que *deberían* tener mayores tasas de retorno de inversiones? Por ejemplo, China ha mantenido tasas de crecimiento de más de 10 por ciento durante casi las dos últimas décadas. De igual manera, India y Brasil han visto expandir sus economías a una velocidad increíble en los últimos años. El problema es que el flujo de capital extranjero trae consigo una serie de efectos secundarios no esperados, por ejemplo, una apreciación de la tasa de cambio puede



ocurrir rápidamente, lo cual puede dañar la competitividad de los exportadores nacionales. Es precisamente esta preocupación la que ha motivado a que China quiera implementar severas restricciones domésticas a la inversión junto a un manejo deliberado de la tasa de cambio. Los diseñadores de política quieren evitar que el yuan se valore demasiado rápido poniendo en riesgo el modelo de crecimiento orientado hacia las exportaciones.

Los flujos de capitales extranjeros también pueden ser volátiles. Los países receptores pueden estar sujetos a “salidas repentinas de capital,” cuando los inversionistas extranjeros buscan retirarse rápidamente a la primera señal de problemas en la economía. La crisis financiera asiática de finales de la década de los 90 fue un doloroso recordatorio de cómo el capital extranjero, que al principio era una señal de un floreciente crecimiento, puede exacerbar fuertemente una crisis financiera. Después de un rápido aumento en el precio de los activos, que fue alimentado por la inversión extranjera, las economías de Indonesia, Tailandia y Corea del Sur, por ejemplo, vieron cómo sus monedas se depreciaban drásticamente a medida que los créditos extranjeros escapaban abruptamente de sus debilitados sistemas financieros.

La experiencia de estos países asiáticos ha sido una importante lección para los diseñadores de política de las economías de mercados emergentes, especialmente durante la recuperación de la reciente crisis financiera mundial. Muchos inversionistas a nivel mundial han invertido dinero en algunas de las economías emergentes porque ellas ofrecen mayores retornos que los de las economías más avanzadas. Este influjo de capital, combinado con el miedo a sobrecalentar la economía y a una “salida repentina,” ha llevado a algunos países a implementar control de capitales. Al imponer límites sobre las cantidades o tipos de capital extranjero que ingresan o salen del país, estas herramientas ayudan a que las economías emergentes manejen mejor sus riesgos.

El control de capitales puede tomar la forma de un impuesto sobre los ingresos de capital extranjero o cuotas de inversión. También pueden limitar la volatilidad en los flujos al requerir que un cierto porcentaje de inversión extranjera se mantenga en reserva por un determinado número de días en el banco central del país receptor. Este tipo de control llamado política de “candado” (*lock-in*) evita la repentina salida de capitales.

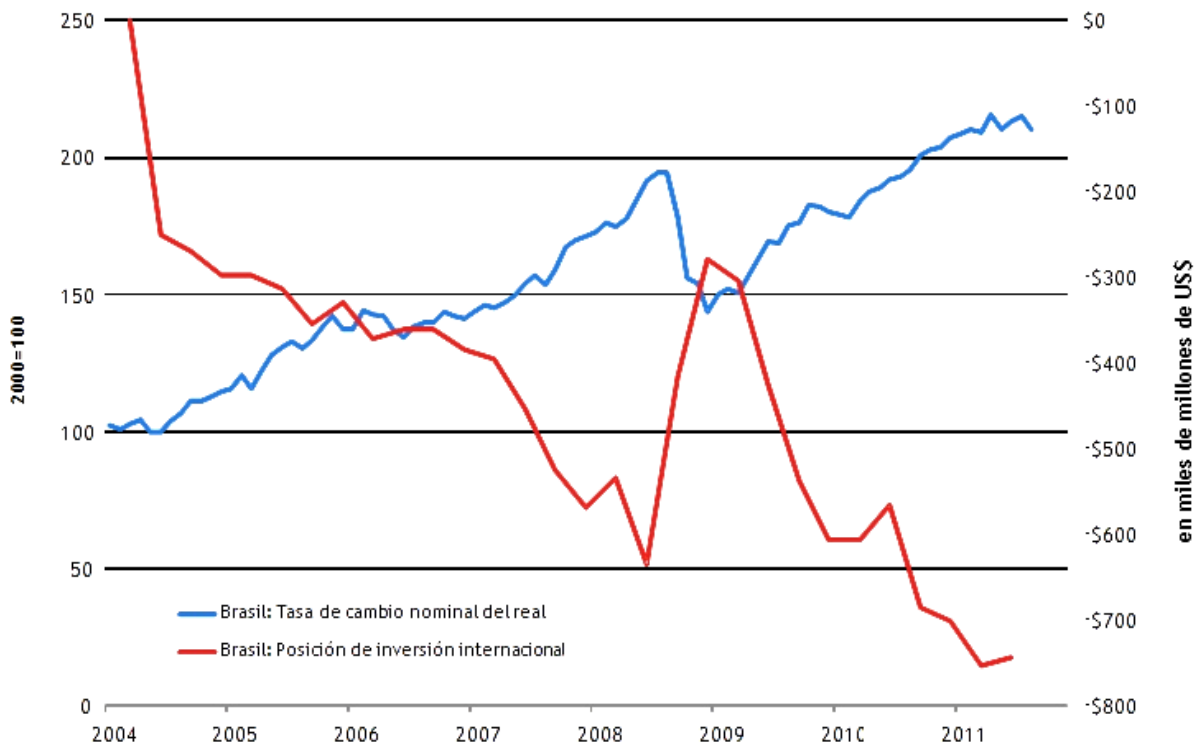
A pesar de que los diseñadores de política de las economías emergentes se inclinan cada vez más hacia al control de capitales, estas herramientas no se han vuelto necesariamente populares, por lo menos entre la mayoría de los economistas y diseñadores de política de países desarrollados, sin mencionar los de la industria de servicios financieros. La percepción de aquellos a favor de la liberación financiera internacional es que el control de capitales tiene efectos que generan ineficiencia y distorsiones para cualquier país que los adopte. Por mencionar un ejemplo, Sebastian Edwards, de la Universidad de California - Los Angeles, argumenta en un trabajo que realizó para la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER, por sus siglas en inglés) en el año 1998, que la implementación de control de capitales en América Latina en la década de los 80 fue contraproducente. Muy recientemente, el Fondo Monetario Internacional (FMI), visto como la autoridad mundial en materia de manejo de capital extranjero, había mantenido una política donde el control de capitales era inútil (en el mejor de los casos), o hasta dañina (en el peor de los casos). Sin embargo, los controles de capital son solicitados cada vez más por la industria manufacturera local y exportadores en las economías emergentes con monedas sólidas y, en algunas circunstancias, hasta han sido aprobados por el FMI.

La paradoja de las riquezas de Brasil

Una mirada a Brasil nos puede ayudar a entender mejor qué tipos de situaciones podrían llevar a los diseñadores de política a instituir medidas para el control de capital. La economía del país ha experimentado un rápido crecimiento en los últimos años, a pesar del pequeño y corto descanso durante la recesión mundial de 2007-2009. Una cantidad sin precedentes de capital extranjero ha entrado al Brasil; sin embargo, esta aparente bendición también podría ser considerada una maldición para ellos. Las elevadas tasas de crecimiento del país, junto con sus altas tasas de interés a nivel nacional, han ocasionado este enorme flujo de inversiones, que a su vez han aumentado el valor del real. Las tasas de interés de Brasil son las segundas más altas después de las de Croacia, entre los 55 países a los que Bloomberg sigue el rastro. El aumento de valor del real ha dañado gravemente a los exportadores nacionales brasileños y ha bloqueado el intento del banco central de reducir las presiones inflacionarias en la economía. Brasil está sobrecalentándose, y el interés de los inversionistas extranjeros en la economía brasileña está exacerbando los intentos de desacelerar la economía.

El Gráfico 1 ilustra las dificultades de Brasil con el capital extranjero. La línea azul muestra la tasa de cambio del real, en términos nominales y ponderada por los socios comerciales de Brasil. El índice en el eje izquierdo muestra que el real se ha apreciado tremendamente desde el año 2008. La línea roja muestra la posición de la inversión neta internacional, que es la cifra que los brasileños han invertido fuera del país – activos – menos el volumen de inversión extranjera en el Brasil – pasivos. Este indicador se encuentra en la zona de números negativos en el eje de la derecha y muestra el aumento súbito de capital extranjero en la floreciente economía brasileña.

Flujo de capital de Brasil



Fuentes: Banco Central do Brasil, JP Morgan

El gráfico también muestra que en el año 2008 ocurrieron cambios drásticos tanto en la posición de la inversión neta internacional como en el tipo de cambio. Antes de la crisis financiera, la moneda estaba fortaleciéndose y la inversión extranjera estaba surgiendo (o sea, la posición de la inversión tenía tendencia negativa). Sin embargo, desde que se inició la crisis en 2008 y su continuación hasta inicios de 2009, el real se depreció fuertemente y la posición de la inversión neta se reequilibró dramáticamente en la medida que los inversionistas extranjeros retiraron grandes cantidades de capital. Ambas series volvieron a su tendencia antes de la crisis después de finales de 2009, y se han fortalecido en esa dirección.

¿Qué hay de malo con la política monetaria tradicional?

La experiencia brasileña es un claro ejemplo de dos efectos colaterales negativos provocados por elevados ingresos de capital extranjero: 1) en tiempos de bonanza, la moneda de las economías emergentes se aprecia fuertemente, tal vez demasiado, y en caso de burbujas de activos, éstas se agravan; y 2) en tiempos difíciles, el capital se escapa del país lo cual lleva a una mayor volatilidad financiera, menos disponibilidad de créditos, y fluctuaciones más agudas de la tasa de cambio.

Los diseñadores de política monetaria en Brasil, y en otras economías emergentes que experimentan problemas similares, podrían optar por aumentar las tasas de interés a fin de enfriar la economía y mitigar la volatilidad. Sin embargo, una subida en la tasa de interés doméstica podría llevar a un tercer efecto colateral negativo debido a grandes flujos de capital extranjero. Un aumento en la tasa de interés real amplía el *spread* entre el retorno de las inversiones en las economías emergentes y el retorno en los países desarrollados, haciendo que las economías emergentes sean mucho más atractivas para las inversiones extranjeras. Este *spread* es frecuentemente la principal factor de interés del inversionista extranjero. En casos como éstos, la política monetaria tiene el potencial de empeorar una mala situación ya existente.

Tomando a los bonos corporativos de alta calidad como un ejemplo hipotético: los inversionistas podrían escoger entre Japón, por decir, al 3 por ciento, Estado Unidos al 6 por ciento, o Brasil al 14 por ciento. En esas condiciones, naturalmente Brasil sería una opción muy atractiva. Este *spread* también puede alimentar el llamado “*carry trade*” si se hace un préstamo en una moneda de bajo rendimiento y se invierte en una moneda de alto rendimiento, lo cual lleva a un desbalance mayor de la tasa de cambio.

Para aquellas economías emergentes que se están sobrecalentando, la prioridad es controlar la inflación. Sin embargo, si estos países no pueden recurrir a la herramienta usual y apropiada, que es ajustar la política monetaria, ¿qué acciones pueden tomar sin empeorar su situación?

Entonces, ¿es el control de capital una solución útil o una política equivocada?

Brasil no ha estado solo en esta lucha contra el influjo de capital extranjero. Durante la reciente recesión y crisis financiera mundial, el pánico del mercado financiero llevó a un aumento súbito en la redención de capital extranjero en muchas economías de mercados emergentes. Islandia, Letonia, Pakistán y otros países han experimentado una repentina salida de capital extranjero hacia inversiones más seguras, mayormente deuda soberana de países desarrollados. Muchos de estos países, al revivir la experiencia de los países del Este de Asia, pero a escala mundial, comienzan a cuestionar la sabiduría convencional que rechazó los controles de capital.

Siendo testigos de las recientes experiencias post-crisis de las economías emergentes y mirando en retrospectiva la experiencia de los países asiáticos, el Fondo Monetario Internacional, junto con varios

economistas del mundo, comenzó a reconsiderar su posición en contra del control de capitales. Estos economistas vieron que la inherente volatilidad de los flujos de capital hacia las economías emergentes, junto con la relativa impotencia de la política monetaria nacional para combatir sus efectos negativos, abrió un espacio para que se utilice el control de capitales apropiadamente. Ellos reconocieron que tal vez algunas circunstancias justifican la administración del capital, para permitir que economías emergentes sobrecalentadas eviten problemas como aquellos que experimentaron Brasil y los países del Este de Asia. En consecuencia, en febrero de 2010, el FMI realizó un pronunciamiento donde se declaraba que el control de capitales podría ser utilizado en algunas situaciones, de manera apropiada, si otras herramientas también fueran utilizadas (Jonathon D. Ostry, Atish R. Gosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, y Dennis B. S. Reinhardt; “Capital Inflows: The Role of Controls,” *IMF Staff Position Note – Flujo de Capitales: El rol del control*, Nota de Posición del Equipo del FMI). Este cambio en la política oficial orientada al control de capitales es extremadamente significativo, dado el resurgimiento en el flujo de capital.

De igual manera, el ministro de Finanzas de Brasil, Guido Mantega, pasó de una posición inicial de censura al uso del control de capitales (ver, por ejemplo, “Mantega denuncia el control de capitales,” disponible en www.emergingmarkets.org/Article/2028450/Global/mantega-denounces-capital-controls.html) a una posición que apoya decididamente su uso y que incluso critica al FMI por promover la creación de un marco para su uso: “Nosotros nos oponemos a cualquier lineamiento, marco o código de conducta que intente restringir, directa o indirectamente, respuestas de políticas de países que enfrentan surtos de entradas de capital volátil.” Mantega ha justificado parte de su oposición señalando la rápida apreciación de la moneda brasileña, el real, como el presagio de una “guerra monetaria”. Efectivamente, muchos de los diseñadores de política de economías emergentes culpan a la política monetaria estadounidense por ser excesivamente acomodaticia, especialmente en la segunda ronda de flexibilización cuantitativa del Reserve Federal (Fed) por causar un aumento en el flujo de capital en sus mercados. Mantega también ha criticado la política económica de China en los últimos meses, por mantener el valor del yuan chino bajo (ver el artículo del primer trimestre 2010 del EconSouth “Las economías de Brasil y Perú comienzan a prosperar después de la recesión mundial”). Efectivamente, Brasil, ante la difícil situación de tratar de desacelerar a una economía sobrecalentada y contra-atacar a una moneda excesivamente fuerte, instauró un impuesto a las transacciones financieras extranjeras.

Conclusión

Si persiste un desequilibrio del ingreso del capital mundial, Brasil y otras economías emergentes pueden volver poco a poco a implementar los controles de capital para recuperar el equilibrio en sus economías, mientras que algunas grandes economías desarrolladas, generalmente con monedas relativamente débiles, probablemente continúen argumentando en contra de ellos. Para complicar el debate, está el hecho que las economías más avanzadas han comenzado a depender de las intervenciones cambiarias, medidas que son bastante similares al control de capital pero menos “intervencionistas.” Por ejemplo, en las últimas semanas, Suiza y Japón también han intervenido para desalentar la excesiva apreciación de sus monedas, el franco y el yen, respectivamente. La única certeza es que el debate sobre el control de capital, que hace muy poco parecía estar resuelto, en la práctica está muy lejos de haber terminado.

Este artículo fue escrito por Andrew Flowers, analista económico del Atlanta Fed.