



# Inversión de las corrientes de capital, tipo de cambio y dolarización

La creciente frecuencia e intensidad de las crisis incentiva a las economías de mercado emergente para encontrar soluciones que les permitan reducir su vulnerabilidad ante la interrupción repentina de los flujos de capital. Si bien se ha hablado mucho de la aplicación de controles de capital, quizá la dolarización sea una solución a más largo plazo y mejor adaptada al mercado.

*Guillermo A. Calvo y Carmen M. Reinhart*

**M**UCHOS de los síntomas de una crisis inminente de los mercados de capital se observan tanto en las economías desarrolladas como en las de mercado emergente, aunque las semejanzas acaban ahí. Los países desarrollados han salido prácticamente indemnes de las recientes crisis, como la del mecanismo de tipos de cambio en 1992–93. No obstante, las economías de mercado emergente han sufrido profundas y prolongadas crisis, caracterizadas por una brusca inversión de las corrientes de capital y la caída del producto, y exacerbadas por graves problemas en el sector bancario.

Dada la creciente gravedad y frecuencia de estas crisis, cabe preguntarse qué tipo de políticas y régimen cambiario permitiría reducir la vulnerabilidad de los mercados emergentes ante la interrupción repentina de los flujos de capital. La magnitud de estas inversiones, la abundante evidencia de que los problemas del sector financiero han agravado y prolongado estas crisis y la limitada eficacia de los controles de capital sirven de fundamento para reevaluar los méritos relativos del tipo de cambio fijo y del tipo de cambio flexible. La dolarización podría ofrecer a las economías de mercado emergente una alternativa —viable y más compatible con las leyes del mercado— frente a los controles de capital.

## **Interrupción repentina de los flujos**

Cuando estalla una crisis, las economías de mercado emergente, a diferencia de los países desarrollados, suelen perder su acceso a los mercados internacionales de capital. Además, puesto que dependen de la financiación mediante endeudamiento a corto plazo, los sectores público y privado tienen poco tiempo para pagar sus deudas. Generalmente, estas deudas están denominadas en moneda extranjera, lo cual agrava el problema. Las inversiones o interrupciones repentinas de las corrientes pueden llevar a un país a la insolvencia o a reducir drásticamente la productividad del capital social,

causando grandes variaciones imprevistas de los precios relativos y costosos pleitos de quiebra.

Una vez iniciada la crisis y perdido el acceso a los mercados internacionales de capital, el número de medidas que pueden aplicar estas economías se reduce notablemente. Una política expansionista, capaz de neutralizar algunos de los efectos devastadores de la inversión de las corrientes, sólo puede aplicarse si hay controles de capital, opción poco atractiva para muchos países que no están dispuestos a dar marcha atrás en el proceso de liberalización financiera o aceptar las consecuencias inflacionarias que frecuentemente lleva aparejada esa política.

En muchos casos, a un gran aumento de las entradas de capital sigue una interrupción repentina que, con pocas excepciones, es involuntaria y está vinculada a una crisis monetaria, y muy frecuentemente a una crisis bancaria. Al parecer, la gravedad de estas crisis ha aumentado en los últimos diez años. Hasta la reciente crisis de Asia, América Latina era la región más expuesta a los bruscos cambios de sentido de estas corrientes de capital. No obstante, la fluctuación de 26 puntos porcentuales en los flujos de capital privado registrada durante la crisis de Tailandia (de entradas equivalentes a un 18% del PIB en 1996 a un nivel de salidas superior al 8% en 1997) fue mayor que la inversión del 20% de las corrientes observada en Argentina a comienzos de la década de los ochenta. En lo que respecta a la pérdida de reservas y los costos estimados del rescate del sector bancario, la crisis de Asia fue más profunda que la sufrida por América Latina en los años noventa y representó un cambio importante de la tendencia histórica de la región.

## **Crisis bancarias prolongadas**

La interrupción repentina de los flujos de capital puede provocar una caída del producto y graves daños en el sector financiero. Casi todas las crisis bancarias se vinculan a una inversión de las corrientes de capital, una relación crucial pues tienen más efectos perjudiciales persistentes sobre la



actividad económica que las crisis monetarias; ello se manifiesta en varios indicadores, como el producto, las importaciones, y los depósitos bancarios. Por ejemplo, la recuperación de los precios de los activos suele demorar el doble y es probable que haya importantes diferencias entre los sectores. Tras la devaluación que caracteriza la mayoría de las crisis monetarias, el sector exportador se recupera con relativa rapidez, antes que los demás sectores de la economía; en cambio, en una crisis bancaria, el nivel de las exportaciones sigue reduciéndose por unos dos años.

Los muchos meses que transcurren en promedio entre el comienzo y el punto culminante de las crisis bancarias indican el carácter prolongado de éstas. Suelen demorar algo más de un año y medio en alcanzar su punto culminante, en algunos casos hasta cuatro años, y las etapas de reconocimiento y recuperación también suelen ser muy prolongadas. La crisis de Japón, que ha persistido durante casi toda la década de 1990, constituye un ejemplo de este lento proceso de reconocimiento/admisión/resolución.

Indudablemente, las crisis bancarias son contraccionistas y las recesiones consiguientes, prolongadas: en general, tres años después del comienzo de la crisis las tasas de crecimiento económico no habrán recuperado los valores anteriores a la crisis. La prolongada recesión se explica, primero, por la caída del precio de los activos, que suele acompañar a la crisis y que tiene importantes efectos negativos en la riqueza y reduce el gasto de consumo y, segundo, por una restricción pronunciada del crédito, que puede crear una fuerte contracción de la inversión.

En los países industriales se considera a menudo que las devaluaciones tienen un efecto expansionista, aunque las recientes crisis monetarias en las economías emergentes, que incluyeron ataques especulativos exitosos y no exitosos, ponen de manifiesto las enormes pérdidas de producción vinculadas al problema de la inversión de las corrientes de capital. En Argentina y la RAE de Hong Kong la defensa exitosa de la moneda produjo el mismo resultado que el ataque exitoso sobre la moneda en Corea, Indonesia, México y Tailandia: la caída del producto el año siguiente a la interrupción repentina de las entradas de capital, cuyo monto era alrededor de cuatro veces superior al nivel histórico. En los países que devaluaron la moneda, la caída del producto fue agravada por profundas y costosas crisis bancarias, lo cual también representa un cambio importante con respecto a la tendencia histórica.

### **Función de los controles de capital**

En principio, el volumen y la composición de los flujos de capital debe responder a la orientación de la política en los países receptores. En algunos casos, las políticas internas —como los controles de capital— tienen por finalidad configurar el volumen o composición de las afluencias; en otros, ciertas políticas —como la intervención esterilizada— tienen efectos no buscados. El análisis de las experiencias de Brasil, Chile, Colombia, Malasia y la República Checa en la década de 1990 permite varias conclusiones fundamentales:

- La intervención esterilizada aumenta el volumen de flujos de capital en razón de los montos a corto plazo. Altera considerablemente la composición de los flujos, aumentando el porcentaje

de capitales a corto plazo y de cartera. Esto podría constituir un argumento en contra de un tipo de cambio fijo pero ajustable, pues en un sistema de caja de conversión la posibilidad de realizar estas intervenciones es muy limitada o inexistente.

- Los controles de capital parecen alterar la composición de los flujos de capital; reducen la proporción de flujos a corto plazo y de cartera, en tanto que aumentan la de inversión extranjera directa.

- Las tasas de interés externas parecen tener un efecto importante en el volumen y la composición de los flujos. Específicamente, el total de los flujos de capital, sobre todo de cartera, responde sistemáticamente a las variaciones de las tasas de interés en Estados Unidos y Japón.

Pero cabe advertir que los impuestos y las reservas obligatorias que apuntan a las afluencias a corto plazo tienen un efecto importante en la estructura de vencimientos de los flujos, si bien no está claro si estas medidas alientan simplemente la sustitución de deuda externa a corto plazo por deuda interna a corto plazo. En la medida en que ésta es también un crédito implícito contra las reservas del banco central, generalmente esta sustitución no mitigaría los problemas de liquidez cuando las corrientes de capital cambian de signo.

Si la deuda a corto plazo es parte del problema general de la inversión de las corrientes, los gobiernos de los países de mercado emergente deberían adoptar estrategias de gestión de deuda más conservadoras y prolongar sus vencimientos. Quizá sea preferible aplicar un impuesto sobre todos los empréstitos a corto plazo en lugar de gravar los que vienen del exterior. Pero los gobiernos que utilizan controles de capital tendrán que tender una red muy amplia para cubrir a todos los intermediarios financieros, incluso las sociedades no financieras, y los países que lo hagan podrían caer en la planificación central. Entonces, en el mejor de los casos los controles de capital son sólo una medida a corto plazo para el problema de las entradas y salidas de capital.

Deben desalentarse las medidas de intervención esterilizada durante los períodos de afluencia de capitales pues, en general, estas operaciones de mercado abierto crean más deuda a corto plazo en el sector privado. En varios casos, la esterilización indujo al banco central a complementar la deuda del sector público con la suya propia, agregando una importante dimensión cuasifiscal al problema de la deuda a corto plazo, lo que no sería un problema grave si mantuvieran reservas esterilizadas para cubrir las consiguientes obligaciones. Pero hay una fuerte tentación de utilizar estas reservas para otros fines.

### **Fijar o no fijar el tipo de cambio**

Dado que todas las crisis recientes ocurrieron en el contexto de un tipo de cambio fijo pero ajustable, muchos analistas dijeron: “He ahí al culpable”. Evidentemente, si se hubiese permitido la libre flotación, se habría evitado en parte la pérdida de reservas internacionales. No obstante, en muchas crisis, el Estado o el sector privado, o ambos, tenían un volumen relativamente considerable de deuda a corto plazo denominada en moneda extranjera, que superaba con creces las reservas internacionales. En esas circunstancias, es probable que se hubieran producido crisis de balanza de pago tanto en un régimen de tipo de cambio más flexible como un régimen de tipo de cambio fijo.

Profundizando el análisis, sin embargo, podría sostenerse que la dolarización de los pasivos es resultado, en parte, de la vinculación del tipo de cambio, agravada por el exceso de confianza y los problemas de riesgo moral que podría crear la vinculación. Si se permitiera la libre flotación, los inversionistas nacionales, sobre todo en el sector de bienes no comerciables, evitarían los préstamos en divisas pues el riesgo monetario sería mayor que con un tipo de cambio fijo. Tal vez esto suene convincente, pero se pasan por alto dos aspectos importantes: la mayoría de los países con mercado emergente comienzan con una dolarización parcial (al menos, de los pasivos) y rara vez ignoran por completo la inestabilidad del tipo de cambio.

Estos elementos se complementan entre sí. La dolarización parcial aumenta el costo de la inestabilidad del tipo de cambio, lo que a su vez induce al banco central a intervenir en los mercados de divisas para evitar las fluctuaciones del tipo nominal. De hecho, como lo atestiguan los casos de El Salvador, Filipinas y Venezuela, este “temor a la flotación” podría ser tan intenso que el tipo se mantiene fijo por largos períodos, lo cual parecería hacerlo equivalente a un tipo de cambio fijo pero ajustable. Por otro lado, este temor alienta una mayor dolarización de los pasivos, creando un círculo vicioso del cual es muy difícil escapar.

El temor a la flotación surge cada vez que las empresas nacionales utilizan materias primas extranjeras, pero en este caso la flotación es menos destructiva que en el ejemplo anterior, aunque puede causar dificultades financieras a mediano plazo. El temor a la flotación y la falta de disciplina que subyace a un tipo de cambio fijo pueden inducir a las autoridades a adoptar otras medidas, como un doble tipo de cambio y controles sobre la movilidad del capital.

Incluso cuando este temor no se traduce en el uso de controles de capital y los países adoptan políticas “que armonizan con el mercado” para estabilizar el tipo de cambio por medio de operaciones de mercado abierto, estas políticas tienen costos importantes, tanto en lo que respecta a la inestabilidad de las tasas de interés que ellas implican como a su carácter cíclico. Por consiguiente, pese a la opinión de que la flotación ofrece a las autoridades mayor libertad para crear un entorno orientado hacia el mercado, podría ocurrir lo contrario.

En rigor, quienes defienden la adopción de un tipo flotante tienen otros argumentos, en particular, que ello reduce el costo de las medidas que hay que tomar ante perturbaciones que exigen reducir los precios relativos internos. Si el tipo de cambio es fijo, habrá que reducir los precios nominales, lo que quizá sea costoso en materia de producción y empleo. Sin embargo, el tipo de cambio es sólo un instrumento y la rigidez de los precios y salarios es un problema multidimensional. La devaluación no es una “solución mágica”; en la práctica, es una



**Guillermo A. Calvo,**  
profesor de economía  
en la Universidad  
de Maryland.



**Carmen M. Reinhart,**  
profesora asociada en la  
Universidad de  
Maryland e investi-  
gadora asociada en la  
Oficina Nacional de  
Investigación  
Económica de Estados  
Unidos.

labor de compromiso político y no logrará satisfacer plenamente a ningún grupo de la economía. La política fiscal puede ser un sustituto de la devaluación. Por ejemplo, si el tipo de cambio real está sobrevaluado, puede recurrirse a subvenciones laborales a fin de lograr, de manera más controlada, la depreciación real a que se aspira. Cabe preguntarse, entonces, cuál es la gran ventaja del tipo de cambio flotante con respecto al tipo de cambio fijo.

Por último, la teoría tradicional indica que la elección de un régimen cambiario debe hacerse en función del carácter de la perturbación. La conclusión básica es que si las perturbaciones son, en su mayor parte, reales, el tipo de cambio tiene que flotar; de lo contrario, debe fijarse. No obstante, en las recientes crisis las perturbaciones han venido principalmente a través de la cuenta de capital, o sea tienen componentes reales y nominales, lo que dificulta la elección del tipo de cambio sobre esa base. Además, aunque en teoría las crisis son totalmente exógenas, todos los datos parecen indicar que la credibilidad y la reputación determinan en medida decisiva cómo afectarán las perturbaciones financieras a las economías de mercado emergente y, por consiguiente, cuál será la magnitud de la crisis. De hecho, la propuesta de dolarización en Argentina es un intento por dar mayor credibilidad a las políticas adoptadas y reducir así los márgenes de riesgo del país.

Desde la óptica de la economía de mercado emergente, tradicionalmente se critica la dolarización porque el uso de una moneda extranjera podría significar pérdida del derecho de señoreaje y crear una situación en la cual la economía dolarizada carezca de un prestamista de última instancia. Pero la economía de mercado emergente dolarizada y el país cuya moneda se utiliza podrían compartir el señoreaje, como se ha propuesto en Argentina. Entonces con la

dolarización y este sistema de señoreaje, una gran parte de las reservas internacionales podría utilizarse para prestar servicios de prestamista de última instancia. Desde luego, esto exigiría mantener un volumen suficiente de reservas o la creación de un “fondo de estabilización” por parte de donantes extranjeros.

En resumen, gran parte del brillo del tipo flexible desaparece al examinarlo más de cerca. La mayor libertad que da su flexibilidad es engañosa y también puede lograrse mediante la política fiscal. Una fuerte vinculación de la moneda, como la dolarización, puede ayudar a reducir la incidencia de las conmociones externas, sobre todo las que se filtran a través de la cuenta de capital. Si bien la dolarización total no eliminará los problemas del sector bancario, podría aliviarlos reduciendo los creados por los desajustes entre las monedas y los vencimientos, y evitará los ataques especulativos contra la moneda. **F&D**