

Flujos de capital hacia las economías de mercados emergentes

¿Qué obstáculos se plantean en el marco de las propuestas para mitigar y superar la inestabilidad de los flujos internacionales de capital? ¿Cómo puede la comunidad internacional, mediante su labor de intervención y regulación, contribuir a prevenir y moderar las futuras crisis?

Michael Mussa, Alexander Swoboda, Jeromin Zettelmeyer y Olivier Jeanne



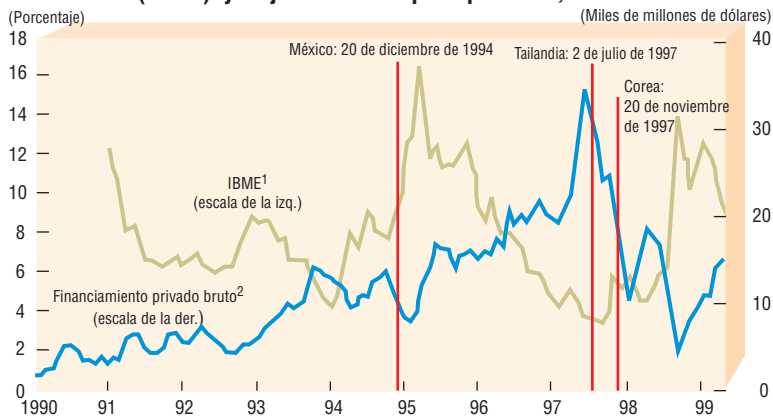
LAS CRISIS de los mercados emergentes en los años noventa —en particular, la crisis de Asia— han dejado la impresión de que existen importantes deficiencias en el sistema financiero internacional. Además, han originado un intenso debate sobre la reforma financiera mundial y, especialmente, sobre los flujos de capital hacia los mercados emergentes. Actualmente, la opinión general es que estas crisis se produjeron debido tanto a errores de política interna —agravados, en algunos casos, por conmociones externas y políticas— como a deficiencias del sistema financiero internacional.

Entre los errores en materia de política han figurado los desequilibrios macroeconómicos tradicionales, como la sobrevaloración de la moneda y los déficit fiscales y en cuenta corriente, especialmente en América Latina y Rusia. Además, las deficiencias microeconómicas —provocadas por factores como la regulación inadecuada, la gestión deficiente del riesgo, y las garantías estatales implícitas o explícitas— tuvieron gran importancia y desempeñaron un papel central en la crisis de Asia. Estas deficiencias se reflejaron en la creciente vulnerabilidad de las empresas e instituciones financieras frente al aumento de las tasas de interés y la depreciación cambiaria, o ambos, además de los indicios de insolvencia observados incluso antes de la crisis en los sectores empresarial y bancario.

Sin embargo, es difícil explicar las crisis de los años noventa exclusivamente en función de los factores fundamentales de la economía y las

perturbaciones externas. La crisis de Asia fue precedida por un fuerte aumento del financiamiento y una reducción de las tasas de interés en los mercados emergentes que se prolongó hasta la devaluación del baht tailandés (gráfico 1), aunque muchas de las deficiencias fundamentales que ahora se consideran como elementos que contribuyeron a la crisis fueron objeto de debate público antes de que ésta surgiera. Además, la virulencia de la salida de capital una vez desatada la crisis no puede atribuirse a una sucesión particular de “malas noticias”. La huida tuvo las características

Países en desarrollo: Índices de bonos en mercados emergentes (IBME)¹ y flujo total de capital privado², 1990–99



Fuentes: Fondo Monetario Internacional, bases de datos sobre bonos, acciones y préstamos de los países en desarrollo, y Bloomberg Financial Services, L.P.
¹Cartera basada en el IBME de J.P. Morgan referida a la curva teórica del cupón cero de Estados Unidos en la que el valor neto actualizado total del flujo de caja del riesgo soberano se fija en cero.
²Media móvil de tres meses, en cifras anualizadas.

habituales del pánico financiero: los inversionistas se retiraron porque otros inversionistas se retiraban y ésta era la forma sensata de limitar las pérdidas. La crisis se propagó rápidamente a países y regiones distantes, sin vínculos comerciales importantes con los países en que se originó. Este fenómeno, denominado “contagio”, afectó incluso a países con sólidos factores económicos fundamentales que tenían poco en común con los países en los que se desató la crisis.

De acuerdo con este análisis cabe distinguir dos tipos de propuesta en materia de reforma. La primera incluye el mejoramiento de la política interna y una mayor transparencia. Se reducirían así las deficiencias fundamentales que hacen vulnerables a estos países frente a las crisis financieras y la posibilidad de que los fallos actuales se acumulen por períodos prolongados sin ser advertidos sería menor. La segunda incluye medidas destinadas a abordar los riesgos sistémicos y contener las crisis de manera más directa, por ejemplo, mejorando las instituciones internacionales, las normas sobre reestructuración de la deuda y la regulación de ciertos tipos de flujos internacionales de capital.

Reforma interna, supervisión y normas

Existe amplio consenso en el sentido de que los mercados emergentes pueden reducir su vulnerabilidad frente a las crisis y fomentar un crecimiento de alta calidad si fortalecen la regulación financiera, mejoran el marco jurídico que rige las relaciones entre acreedores y deudores, difunden los datos, eliminan las garantías implícitas y explícitas y refuerzan —en algunos casos— la política macroeconómica y la gestión de la deuda pública. No obstante, la tarea de mejorar la transparencia y la supervisión financiera no corresponde exclusivamente a los mercados emergentes. El afán de las instituciones acreedoras por contribuir al financiamiento excesivo y a un aporte excesivo de recursos que generalmente se ha observado durante el período anterior a una crisis podría estar relacionado, en parte, con las deficiencias institucionales y reglamentarias en los países prestamistas. Se puede mejorar la gestión del riesgo de las instituciones financieras y hacer que los acreedores tengan plena conciencia de la posición de algunas instituciones muy apalancadas, como los fondos de alto riesgo.

Dado que, en general, estas cuestiones constituyen problemas de política interna, ¿de qué manera puede contribuir la comunidad internacional, además de proveer asistencia técnica, a promover la transparencia del entorno interno y la reforma normativa? La respuesta, a grandes rasgos, es que hace falta fijar normas. Esto incluye normas internacionales de contabilidad y auditoría, suficiencia del capital bancario, principios de regulación bancaria y de valores, leyes de quiebra y declaración de datos por parte de los gobiernos.

Estas medidas podrían contribuir mucho a limitar la vulnerabilidad del sector financiero que con frecuencia precede a una crisis. Sin embargo, su aplicación exitosa y completa en la amplia gama de economías de mercados emergentes (así como en muchas economías avanzadas) será, al parecer, una tarea prolongada y difícil, y es improbable que, sin la adopción de medidas adicionales para abordar la vulnerabilidad sistémica, reduzca el riesgo de crisis financiera a un nivel totalmente satisfactorio. Por consiguiente, deben adoptarse medidas destinadas a mitigar y contener las crisis.

Principales soluciones de compromiso en materia de reforma sistémica

Los participantes en el actual debate sobre la estructura financiera internacional coincidirían, en su mayoría, en que la reforma sistémica debe tener tres objetivos fundamentales: primero, promover la eficiencia y el crecimiento permitiendo que la distribución mundial del capital se oriente a áreas en que puede generar los mayores rendimientos después de tomar en cuenta los riesgos; segundo, reducir el riesgo de crisis financiera internacional, y tercero, mitigar las consecuencias y compartir equitativamente la carga de las crisis internacionales cuando aparecen. Sin embargo, dadas las asimetrías de la información entre prestatarios y prestamistas, así como otras distorsiones que impiden el funcionamiento óptimo del sistema financiero, la búsqueda simultánea de estos objetivos crea ciertos conflictos fundamentales. En la práctica, un esfuerzo demasiado focalizado por alcanzar alguno de estos tres objetivos obstaculizará, en el marco de cualquier reforma viable, los esfuerzos por alcanzar, al menos, uno de los otros dos.

En primer lugar, las medidas que tienden a mantener una cuenta de capital relativamente cerrada ofrecen, a primera vista, un importante nivel de protección contra las crisis financieras internacionales, como lo demuestra el hecho de que, en varios países de mercado emergente que mantuvieron un estricto control sobre los flujos de capital, el efecto de las recientes crisis fuera aparentemente menor que en los países con un mercado de capital más abierto. Sin embargo, si los controles se mantienen por un período prolongado, se reduce mucho la capacidad del país para aumentar la eficiencia mediante una participación más amplia en el sistema financiero mundial. Se estima que una mayor apertura a los flujos internacionales de capital aportará importantes beneficios netos para la mayoría de las economías de mercado emergente, incluso si conlleva algunos riesgos inevitables. Dado el creciente número de países que liberalizan su mercado de capital, es necesario mejorar este equilibrio mediante un mayor esfuerzo por contener los riesgos y el daño producido por las crisis financieras.

La mayoría de las propuestas destinadas a limitar las posibilidades y el alcance de una crisis financiera con la aplicación de medidas para alterar las condiciones que la provocan conllevarán una solución de compromiso. Los flujos de crédito —particularmente a corto plazo denominados en moneda extranjera— aumentan la posibilidad de crisis financiera e incumplimiento por parte de los países, sobre todo en comparación con los flujos de inversión extranjera directa y las inversiones de cartera. Por lo tanto, las medidas para modificar la composición de los flujos internacionales de capital —como los controles sobre la entrada de crédito a corto plazo aplicados en Chile— o las normas prudenciales que desalientan el financiamiento bancario a corto plazo a las economías emergentes podrían contribuir, al parecer, a disminuir el riesgo de crisis. Sin embargo, el uso de controles del tipo usado en Chile, que desde el punto de vista analítico son similares a un impuesto sobre el crédito a corto plazo, pone de manifiesto el conflicto subyacente entre la oferta de bienes públicos y el costo distorsionante de la tributación. La aplicación de impuestos sobre la entrada de capital a corto plazo mediante la prolongación de la estructura de venci-



mientos del financiamiento internacional de un país podría redundar en un beneficio público al reducir el riesgo de una crisis de liquidez y la posibilidad de incumplimiento por parte del país. No obstante, el deseo de eludir estos impuestos influye en el volumen y la distribución de los flujos de capital y en otras actividades financieras de un modo que no promueve necesariamente el bienestar público. Este instrumento, usado juiciosamente, puede ayudar a desalentar ciertos flujos que presentan riesgos particulares, aunque evidentemente su relevancia y utilidad dependerán de las circunstancias de cada país.

Estas soluciones de transacción se dan también en varias propuestas encaminadas a evitar la intervención masiva en caso de una crisis y contribuir a resolver ésta mediante la participación del sector privado en las corrientes de crédito en caso de producirse una crisis financiera (se exigiría a los acreedores privados que mantengan o amplíen su participación en las corrientes de crédito al país de conformidad con ciertas condiciones fijadas de antemano). Se teme que estos mecanismos aumentarán el costo de los empréstitos para muchos países de mercado emergente. Sin embargo, no sería necesariamente perjudicial, siempre y cuando el aumento fuera proporcional al riesgo del endeudamiento internacional. Mayor inquietud producen los efectos que tuvo la aplicación de este tipo de mecanismo a los créditos comerciales durante la crisis de la deuda de los años ochenta. Si bien contribuyeron a evitar el incumplimiento incontrolado, también impidieron el acceso de los países afectados a los flujos voluntarios de capital privado por un largo período, y desplazaron el crédito soberano (préstamos al Estado) desde los bancos hacia los mercados internacionales de bonos, donde es más difícil organizar las reestructuraciones obligatorias.

Otro problema de las propuestas para fomentar la participación del sector privado es que pueden crear una disyuntiva difícil entre reducir el riesgo de crisis (desalentando el endeudamiento excesivo) y contenerla cuando se produce. Específicamente, la aplicación habitual de un mecanismo de este tipo podría aumentar los incentivos para que los acreedores se retiren de un país al surgir los primeros síntomas de crisis.

Riesgo moral y asistencia financiera internacional

Si bien las medidas para aumentar la flexibilidad del sistema financiero internacional con anterioridad a una crisis y mejorar los mecanismos para resolverlas cuando ocurren conlleven, en su mayoría, costos y soluciones de compromiso, ello no significa que no sean beneficiosas. Por el contrario, muchas de ellas deberían aplicarse más a fondo, en particular las destinadas a incrementar la participación del sector privado para evitar y resolver las crisis y contener las oleadas de capital a corto plazo. Sin embargo, el logro de un equilibrio aceptable entre los objetivos de eficiencia y prevención y la mitigación de las crisis no eliminará el riesgo de que ocurran, y la asisten-

La asistencia financiera internacional seguirá siendo importante para resolver las crisis.

cia financiera internacional seguirá siendo importante para resolverlas. En este contexto, una de las principales inquietudes observadas en los recientes debates es que la expectativa de asistencia crea riesgo moral —incentivos al comportamiento imprudente y la aplicación de medidas inadecuadas— para los inversionistas o los países anfitriones, o para ambos. Si bien no pretendemos desconocer la importancia que en algunos casos reviste el riesgo moral creemos que es necesario aclarar varios aspectos.

Primero, el hecho de que los compromisos de asistencia financiera internacional aumenten el volumen de entrada de capital en las economías emergentes no constituye, necesariamente, un indicio de riesgo moral. En la medida en que

las operaciones de respaldo internacional reduzcan el total de las pérdidas económicas sufridas durante una crisis (incluido el costo de facilitar asistencia) o la posibilidad de que ocurra una crisis de liquidez, se reduce también el verdadero riesgo económico vinculado a los flujos internacionales de capital. Desde el punto de vista social, la medida óptima al reducirse este riesgo supone, en general, un aumento de los flujos de capital y podría conllevar también mayores riesgos de financiamiento al no existir respaldo internacional.

Segundo, los medios a través de los cuales la asistencia financiera internacional podría crear riesgo moral son más complejos de lo que generalmente se cree. En concreto, el riesgo moral internacional no puede, por lo general, interpretarse como una simple transposición al ámbito internacional de las distorsiones provocadas por ese riesgo en los distintos países. El riesgo moral creado por la política económica nacional, sobre todo por conducto de garantías estatales implícitas o explícitas para la deuda privada y mediante la regulación inadecuada de las instituciones financieras, proviene de la expectativa de que, si los resultados son adversos, el costo derivado de un comportamiento excesivamente arriesgado por parte de prestatarios y prestamistas será, en definitiva, asumido por terceros, es decir, los contribuyentes del país. En cambio, en los programas de asistencia internacional el elemento de subvención es menor pues los préstamos otorgados por los organismos internacionales de financiamiento casi siempre se reembolsan y los intereses se pagan. Por consiguiente, el riesgo moral producido directamente por la expectativa de que la comunidad internacional absorberá las pérdidas creadas por otros no constituye un problema importante.

No obstante, la asistencia financiera internacional podría contribuir indirectamente a crear riesgo moral al magnificar la transferencia de pérdidas entre prestatarios y prestamistas de modo tal que se aliente un comportamiento riesgoso imprudente. Por ejemplo, la expectativa de asistencia financiera internacional podría incentivar a las empresas nacionales o los gobiernos para solicitar un mayor volumen de créditos externos, aumentando en última instancia el costo para los contribuyentes de las operaciones de salvamento. Así, la magnificación de los errores de la política interna se convierte en

el principal conducto para que la asistencia financiera internacional pueda contribuir a crear riesgo moral.

En consecuencia, para la comunidad internacional es muy importante promover una supervisión financiera adecuada en las economías emergentes, así como medidas de política apropiadas. Para ello, debe insistir e insiste, a través de la condicionalidad asociada con su respaldo financiero, en que los países receptores modifiquen su política con el fin de reducir el posible riesgo moral. Además, la comunidad internacional, junto con formular programas específicos de respaldo financiero, está preparando una labor mucho más amplia destinada a promover reformas a nivel nacional para reducir el riesgo moral mediante el aumento de la transparencia, la mejora de la reglamentación nacional y la reducción de las garantías financieras implícitas.

Además, la comunidad internacional puede seguir aplicando el principio —claramente establecido en la gestión de la crisis de la deuda de los años ochenta y en otros casos más recientes— de que su respaldo no es ilimitado ni está disponible para prevenir todos los casos de incumplimiento por parte de los países. Para ello, podría hacer falta una mayor participación de los prestamistas privados internacionales en la resolución de las crisis. En casos extremos, podría ser necesario dejar que un país caiga en el incumplimiento de sus obligaciones. Además, no deberían existir garantías internacionales de que se evitarán esos casos. Sin embargo, la adopción de una política uniforme en el sentido de no facilitar respaldo en todas las situaciones en que pudiera crearse indirectamente riesgo moral no sería la mejor línea de acción. A menudo, como ocurrió en México en 1995, la falta de respaldo internacional crearía el riesgo de imponer grandes pérdidas inmediatas a las víctimas inocentes de las crisis financieras mientras quienes han otorgado o recibido préstamos de manera irresponsable sufren pérdidas comparativamente moderadas.

Conclusión

Cabe destacar dos aspectos. Primero, la medida en que el costo derivado de la resolución de una crisis se comparte

entre los sectores privado y oficial no debe depender de criterios demasiado estrictos. De hecho, los enfoques usados por la comunidad internacional en el pasado para facilitar asistencia a los países que atraviesan una crisis financiera han variado considerablemente, desde los programas en gran escala de respaldo oficial a la liquidez (México en 1995) hasta el refinanciamiento y la reestructuración coordinados de los activos de los bancos comerciales (crisis de la deuda de los años ochenta); durante la crisis de Asia (por ejemplo, Corea en 1997/98) se aplicó un enfoque mixto. Segundo, el respaldo oficial internacional seguirá —y debe seguir— siendo un componente importante de la resolución de crisis en el futuro previsible. Si no se controlan, las crisis financieras pueden tener grandes costos no sólo para los países en peligro de caer —o que han caído— en el incumplimiento de sus obligaciones, sino también para una amplia gama de países que son víctimas del contagio financiero. En cambio, el costo del respaldo financiero internacional es por lo general moderado, pues suele manifestarse en forma de préstamos con intereses, con una alta probabilidad de reembolso, en lugar de donaciones o préstamos en condiciones concesionarias.

Por su parte, la creación indirecta de riesgo moral mediante el respaldo financiero internacional debe ser mitigada mediante la condicionalidad vinculada a los programas de asistencia y un mayor esfuerzo internacional para fomentar la adopción de una política económica nacional más adecuada. Además, los ejemplos que demuestran el carácter limitado y condicional del respaldo financiero internacional y ponen de relieve las onerosas consecuencias del incumplimiento ofrecen un ejemplo duro, pero aleccionador, que contribuye a limitar el riesgo moral. **F&D**

Referencias:

Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti y Nouriel Roubini, 1998, "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part II: The Policy Debate", <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/asiacri2.pdf>.



Michael Mussa,
Consejero Económico
y Director del
Departamento de
Estudios del FMI.



Alexander Swoboda,
Asesor Principal sobre
Políticas en el
Departamento de
Estudios del FMI.



Jeromin Zettelmeyer,
economista en la Divi-
sión de Estudios sobre
Países en Desarrollo del
Departamento de
Estudios del FMI.



Olivier Jeanne, econo-
mista en la División de
Modelos Económicos y
Ajuse Externo del
Departamento de
Estudios del FMI.