

Los controles de capital

¿Cuándo debemos mantener un criterio amplio?

Kenneth S. Rogoff

POR LLEVAR relativamente poco tiempo en el FMI, no puedo saber a ciencia cierta a quién debe atribuirse cada afirmación, ni cuando se hizo, en el proceso que llevó a la crisis de la deuda asiática de los años noventa. ¿Tuvo tanta culpa el FMI como a veces se argumenta, en obligar a los países a liberalizar de forma acelerada su cuenta de capital? Una amplia encuesta realizada entre los funcionarios que llevan mucho tiempo en la casa arroja resultados dispares. En conjunto, tengo la sensación de que si bien algunos de los que se oponen a la globalización exageran en gran medida la acusación, ésta tampoco es del todo infundada. Como mínimo, en algunas de las misiones rutinarias de supervisión realizadas en la primera mitad de la década de los noventa y, en parte, en el contexto del asesoramiento en materia de asistencia técnica, el FMI no advirtió de forma suficientemente categórica a los países con sistemas financieros endeblados y marcos macroeconómicos inadecuados que estaban abriendo demasiado rápidamente sus economías al crédito externo a corto plazo.

En la actualidad todos coinciden en que se requiere un enfoque más ecléctico frente a la liberalización de la cuenta de capital. Pero ¿cómo pueden los países en desarrollo beber de las aguas de los mercados internacionales de capital sin ahogarse en ellas?

Para comenzar, debemos admitir que se trata de una cuestión espinosa y reconocer lo que sabemos y lo que ignoramos. Esto no significa dejar de lado el primer teorema de la economía referente al bienestar, que exalta las virtudes de los mercados competitivos, y coincidir con los antiglobalizadores que jamás han encontrado un control de capital que les parezca inadecuado. Al fin y al cabo, los controles de capital suelen generar corrupción, e invariablemente suscitan distorsiones. El ingenio humano generalmente siempre logra que, con el tiempo, se deteriore su eficacia a través de mecanismos tendientes a eludirlos y evitarlos. Además, para mantener indefinidamente unos controles de capital eficaces, el gobierno debe estar dispuesto no solo a inter-

venir intensamente en todo el sistema comercial y financiero sino también a ser lo suficientemente disciplinado (lo que rara vez ocurre) como para limitar una excesiva afluencia de capital en periodos de auge.

Evitar los desincentivos a la IED o a las inversiones de capital

¿A qué tipo de flujos de capital nos referimos al hablar de controles? Ciertamente, no a la inversión extranjera directa (IED), que suele ser con mucho la forma más estable de financiamiento externo y tiende a ir acompañada de transferencias de aptitudes gerenciales y tecnología externas. Cabe esperar que tampoco nos estemos refiriendo a la propiedad extranjera de participaciones de capital, que entraña grandes beneficios en cuanto a distribución de los riesgos. Ciertamente, la brusca retirada de capital por parte de los inversionistas extranjeros puede representar un problema para los países con tipos de cambio fijos muy rígidos, pero ello es más indicativo de lo que presupone un régimen cambiario de esa naturaleza que respecto a la propiedad extranjera de dichas participaciones.

Lo que realmente interesa es el debate en torno a los instrumentos de deuda, tanto los flujos a corto plazo como algunos tipos de flujos a largo plazo. La deuda no tiene las deseables propiedades de distribución del riesgo propias de la IED y de las inversiones de capital, y hace que los países sean vulnerables ante un cambio de actitud de los inversionistas o ante problemas de insolvencia. No obstante, que quede claro que es absurdo creer que todos los flujos a corto plazo son malos: de hecho, este error de concepto es una de las muchas fallas de la tasa Tobin propuesta, que discriminaría en contra de todos los flujos a corto plazo sin excepción. El crédito al comercio exterior, que constituye la esencia del comercio internacional, es un tipo de flujo de capital a corto plazo.

El exceso de deuda preocupa

En materia de controles de capital, hay que adoptar medidas transitorias orientadas hacia



Kenneth S. Rogoff es Consejero Económico y Director del Departamento de Estudios del FMI.

objetivos muy precisos, para frenar la afluencia o salida temporal y masiva de instrumentos de deuda.

Sin embargo, para concebir medidas adecuadamente matizadas hay que determinar con mayor claridad si los flujos de capital entrañan más beneficios que costos y cuándo es así. En relación con el comercio de bienes y servicios, la mayoría de los economistas coinciden en que los beneficios del libre flujo de capitales superan con creces a los costos. ¿Por qué la situación no es tan obvia en lo que respecta a otros flujos de capital? En este punto es donde los resultados de los estudios académicos de los últimos ocho o diez años podrían resultar sorprendentes. Los investigadores están bastante de acuerdo en que, desde una perspectiva *cualitativa*, la integración de los mercados internacionales de capital es un hecho saludable. El problema es que resulta sumamente difícil demostrar que los beneficios son *cuantitativamente* importantes.

En un reciente estudio del FMI, Pierre-Olivier Gourinchas y Olivier Jeanne señalan que la moderna economía del crecimiento atribuye la mayor parte de la diferencia en el producto por persona, entre los distintos países, no a diferencias entre los coeficientes capital-trabajo, sino a diferencias en la productividad total de los factores. En otras palabras, los países más ricos lo son principalmente porque obtienen un mayor producto a partir de insumos de capital y trabajo de la misma magnitud. Abrir las compuertas a los flujos internacionales de capital podría ayudar a igualar los coeficientes capital-trabajo entre los distintos países sin cerrar las amplias brechas en materia de productividad. Por lo tanto, los tradicionales beneficios de la integración de los mercados de capital podrían ser menores de lo que se pensaba.

Y, ¿qué decir de los beneficios *indirectos*? Ciertamente, los flujos de capital (especialmente la IED) facilitan la transferencia de tecnología, promueven la competencia y el desarrollo financiero y presionan para mejorar la gestión de gobierno. No obstante, son difíciles de medir, tanto como probar que los flujos de capital son el único mecanismo para obtenerlos.

En principio, la integración de los mercados internacionales de capitales ayuda también a los países a diversificar el riesgo. No obstante, en una serie de estudios de Obstfeld con diversos coautores (incluido el que esto escribe) se demuestra que los beneficios en materia de bienestar que conlleva la diversificación del riesgo tampoco son tan grandes como podría pensarse. Ello se debe, entre otras razones, a que en la medida en que los países pueden comerciar en bienes, los efectos de los precios relativos determinan en parte la distribución del riesgo que, en otras circunstancias, se produciría a través de los mercados de renta variable. Cabe admitir que las estimaciones de los beneficios potenciales de la distribución del riesgo que conlleva la integración financiera suelen ser francamente mayores en el caso de los países en desarrollo, cuya diversificación interna tiende a ser mucho menor, y dependen en mucho mayor medida de productos básicos con precios volátiles. No obstante, en esta evaluación no se tienen en cuenta las crisis periódicas de la deuda.

Pero, ¿debemos llegar a la conclusión de que los beneficios de los flujos de capital no justifican el riesgo? Hubo un tiempo en que los economistas llegaron a conclusiones análogamente

negativas con respecto a los beneficios del libre comercio, resultados estos cuya falsedad, en gran medida ha sido comprobada. Además, históricamente, la integración comercial ha ido acompañada de la integración financiera, lo que probablemente obedece, en gran medida, a que la primera exige la integración de los mercados de capitales.

Amplitud de criterio sin cerrar los ojos

¿Qué conclusiones pueden extraerse de todo lo anterior? No quiero que el lector piense que el nuevo Consejero Económico del FMI cree que los controles de capital son el mejor invento después del pan en rodajas. En el breve período en que he ocupado el cargo, he presenciado muchos más controles de capital y cambiarios destructivos que saludables. Aun en los casos en que, por razones económicas, se justifica imponer algún control de capital limitado, su aplicación efectiva suele estar determinada por consideraciones políticas, y los resultados no son satisfactorios. Los países que han liberalizado su cuenta de capital parecen creer que, sean cuales fueren sus problemas en materia de liberalización, los beneficios han de superar a los costos.

En un estudio analítico que aparece en un número reciente de la publicación del FMI *Perspectivas de la economía mundial*, se hace hincapié en la importancia de cerciorarse de que la liberalización de los mercados financieros no se adelante demasiado a la liberalización del comercio. En otro estudio de *Perspectivas de la economía mundial* se señala que, en cierta medida, la determinación de una secuencia precisa puede revestir menos importancia que la adopción de una sólida política macroeconómica y regulatoria antes de la liberalización.

Entre tanto, parecen existir buenas razones para mantener un criterio amplio sobre el tema de los controles de capital y la deuda, especialmente al debatir mecanismos más eficaces para inmunizar al sistema financiero mundial frente a las crisis en el siglo XXI.

Sea cual fuere la conclusión a la que lleguen los historiadores sobre la evolución de la doctrina del FMI, no me resulta nada nueva la opinión de que los excesos de deuda pueden crear dificultades a los países en desarrollo. En el estudio para *Journal of Economic Perspectives*, que elaboré en 1990 con Jeremy Bulow, se recomienda una determinada reestructuración del sistema financiero internacional, y se destaca lo que podrían hacer los países industriales para crear igualdad de condiciones en materia de IED, inversiones de capital y deuda. **F&D**

Bibliografía:

Bulow, Jeremy y Kenneth Rogoff, 1990, "Cleaning Up Third-World Debt Without Getting Taken to the Cleaners", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4 (invierno), págs. 31-42.

Gourinchas, Pierre-Olivier y Olivier Jeanne, 2002, "On the Benefits of Capital Market Integration for Emerging Market Economies", (inédito; Washington: Fondo Monetario Internacional).

Hall, Robert E. y Charles I. Jones, 1999, "Why Do Some Countries Produce So Much More Output Per Worker Than Others?" *Quarterly Journal of Economics*, vol. 114 (febrero), págs. 83-116.

Rogoff, Kenneth, 1999, "International Institutions for Reducing Global Financial Instability", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13 (otoño), págs. 21-42.