



La liberalización de

M. Ayhan Kose y Eswar Prasad

LA LIBERALIZACIÓN de la cuenta de capital es una de las principales explicaciones del auge de los flujos transfronterizos de capital en los últimos 20 años. Desde mediados de los años ochenta, el incremento de estos flujos —tanto entre países industriales como con países en desarrollo— ha ido acompañado de varias ventajas, pero también ha incidido en varias crisis financieras. Esto plantea algunas interrogantes básicas: ¿por qué tantos países en desarrollo han seguido los pasos de las economías avanzadas y han optado por la liberalización de la cuenta de capital a pesar de los riesgos? y ¿cabe realmente culpar a la liberalización como lo hacen algunos opositores a la globalización?

¿Qué es la cuenta de capital?

La cuenta de capital de la balanza de pagos de un país abarca diversos flujos financieros —sobre todo la inversión extranjera directa (IED), los flujos de cartera (incluida la inversión en acciones) y los préstamos bancarios— cuya característica común es que los residentes de un país adquieren activos en otro país. En principio, se puede ejercer un control aplicando restricciones a los flujos que circulan por canales oficiales.

En un sentido amplio, la liberalización de la cuenta de capital se refiere a la flexibilización de las restricciones a los flujos transfronterizos de capital. La idea es lograr un mayor grado de integración financiera con la economía mundial gracias a un aumento del volumen de entradas y salidas de capital.

Sin embargo, hay una diferencia importante entre la integración financiera en teoría y en la práctica. A algunos países —los de América Latina durante los años setenta y ochenta, por ejemplo— les resultó difícil frenar las salidas de capital en épocas de presión económica, pese a controles que parecían abundantes. En cambio, en muchos países en desarrollo, entre ellos unos cuantos de África, no hay mayores controles y sin embargo las afluencias de capital han sido mínimas.

Esto evidencia lo difícil que es medir los controles de capital y el grado de liberalización de la cuenta de capital que se adopta. El FMI (que tiene competencia sobre las restricciones de la cuenta corriente pero no sobre las de capital) lleva una lista detallada de las restricciones de las cuentas de capital de sus miembros. Pero aun en el mejor de los casos se trata de un indicador impreciso porque no mide ni la intensidad ni la eficacia de los controles.

¿Por qué se deben controlar los flujos de capital?

Los controles de las transacciones en la cuenta de capital son la manera en que un país trata de protegerse contra los riesgos derivados de las fluctuaciones en el flujo de capitales internacionales. Estos controles cobran una importancia especial en el marco de un régimen cambiario fijo, cuyo mantenimiento puede complicarse si hay un flujo libre de capitales. Este es uno de los

motivos por el cual incluso los países industriales han tenido cuentas de capital relativamente cerradas en el sistema de tipos de cambio fijos de Bretton Woods, que estuvo en vigencia desde el final de la segunda guerra mundial hasta 1973.

Los controles, en las afluencias o las salidas de capital, pueden obedecer a otras razones: en un país con un sistema bancario frágil, dejar que los particulares inviertan libremente en el extranjero podría provocar una fuga del ahorro interno y poner en peligro la viabilidad del sistema bancario. Las afluencias de capital a corto plazo pueden ser retiradas si un país sufre una perturbación macroeconómica, con el consiguiente agravamiento de las repercusiones macroeconómicas.

Algunos países en desarrollo usan los controles de capital para favorecer ciertos tipos de afluencias más estables, como la IED. La IED es preferible porque, entre otras cosas, suele estar compuesta de flujos relativamente a largo plazo no susceptibles de reveses bruscos por el cambio de actitud de los inversionistas. Algunos países también han recurrido a controles de capital selectivos para tratar de que las afluencias tengan una tendencia a más largo plazo; en Chile, por ejemplo, las afluencias que se retiran en menos de un año están sujetas a un impuesto implícito.

Motivos de la liberalización

Teóricamente, la liberalización de las cuentas de capital debería permitir una asignación más eficiente del capital a escala mundial, de los países industriales ricos en capital a los países en desarrollo con poco capital. Los beneficios deberían ser generales: una tasa de rentabilidad más alta del ahorro privado en los países industriales y una mejora del crecimiento, las oportunidades de empleo y los niveles de vida en los países en desarrollo.

El acceso a los mercados capitales debería permitirles a los países “asegurarse” en cierta medida contra las fluctuaciones en la renta nacional, de tal manera que los niveles de consumo interno sean relativamente menos volátiles. Como las épocas buenas y malas no ocurren al mismo tiempo en los diferentes países, los flujos de capital pueden, en cierto grado, contrarrestar la volatilidad del ingreso de los países.

La liberalización de la cuenta de capital también puede interpretarse como una señal del compromiso de un país con las políticas económicas prudentes. En el caso de un país con una cuenta de capital abierta, un supuesto deterioro de sus políticas podría provocar represalias de los inversionistas nacionales y extranjeros, quienes podrían sacar repentinamente el capital del país. Esto es un incentivo para que las autoridades adopten y mantengan políticas sólidas, con claras ventajas en lo que se refiere al crecimiento a largo plazo. Las afluencias derivadas de la liberalización deberían facilitar la transferencia de tecnología y técnicas de gestión extranjeras, así como fomentar la competencia y el desarrollo financiero que sirven para impulsar el crecimiento.

la cuenta de capital

¿Qué dicen los datos?

Los datos son menos convincentes. Los países de mercados emergentes que han liberalizado sus cuentas de capital tiene tasas de crecimiento en promedio mejores que las de países que no lo han hecho, pero la relación no es forzosamente causal. Tras neutralizar los otros factores, el efecto causal de esta liberalización en el crecimiento ha sido en el mejor de los casos tenue.

Según otros datos, los países de mercados emergentes no han podido usar bien los mercados financieros internacionales para reducir la volatilidad del consumo, y sus crisis financieras han estado vinculadas a caídas bruscas del ingreso y el consumo. Además, su acceso a los mercados internacionales de capital parece estar influenciado por un importante elemento procíclico. Los inversionistas internacionales están dispuestos a concederles préstamos en las buenas épocas, pero se los niegan en las malas, lo cual agrava los vaivenes macroeconómicos internos.

Como en casi todo, las circunstancias determinan si los riesgos de la liberalización están justificados. Está claro que la liberalización de la cuenta de capital no es una panacea y acarrea riesgos importantes si se la lleva a cabo en circunstancias desfavorables, sobre todo si no se adoptan políticas de apoyo.

En muchos países, la crisis ha sobrevenido a la apertura de la cuenta de capital en medio de un régimen de tipo de cambio fijo, sobre todo si las políticas macroeconómicas internas no responden a los requisitos de ese régimen. Los países que han mantenido o que solo han relajado gradualmente los controles de capital mientras avanzaban hacia regímenes cambiarios más flexibles parecen haber obtenido mejores resultados en general.

Otro problema son los malos fundamentos macroeconómicos. La liberalización puede exacerbar los riesgos de las políticas fiscales imprudentes al brindar acceso a demasiados préstamos externos. La apertura prematura de la cuenta de capital implica riesgos graves si la reglamentación y la supervisión financieras son inadecuadas. Si los sistemas bancarios no están bien reglamentados y si los mercados internos de capital están sujetos a otras distorsiones, las afluencias de capital extranjero podrían distribuirse mal y crear numerosos problemas.

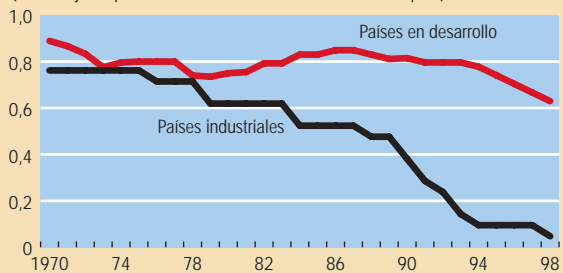
¿Qué deben hacer los países?

Si bien la apertura de la cuenta de capital implica riesgos transitorios, resistirse a la liberalización durante demasiado tiempo puede ser inútil y contraproducente. A medida que avanza la globalización, es cada vez más difícil mantener cerrada la cuenta de capital. La mayor apertura al comercio internacional crea más oportunidades para evadir las restricciones de la cuenta de capital mediante la subfacturación o sobrefacturación de las transacciones comerciales. Y el mayor grado de sofisticación de los inversionistas y los mer-

Apertura general de la cuenta de capital

Cada vez más países industriales y en desarrollo están levantando los controles sobre las transacciones de la cuenta de capital. Como grupo, los países industriales han llevado a cabo una liberalización importante.

(Porcentaje de países con restricciones en la cuenta de capital)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

cados financieros mundiales facilita mucho los movimientos de capital mediante diferentes figuras.

Una posible estrategia es asumir los riesgos y avanzar controlándolos todo lo posible. La historia y la experiencia sirven de guía. Es mucho más fácil cerciorarse de que los flujos de capital fomenten el crecimiento sustentable si se cuenta con políticas e instituciones internas firmes, un marco reglamentario que promueva la solidez y eficiencia del sector financiero y sistemas y procedimientos eficaces de supervisión de los flujos.

Las ventajas de la apertura de la cuenta de capital en términos de mayor crecimiento y menor volatilidad parecen más evidentes en los países industriales, cuyas cuentas de capital suelen ser las más abiertas. Las experiencias relativamente más positivas de los países industriales indican que para las economías en desarrollo la respuesta sería una mayor integración financiera, no lo contrario. Pero solo si se la adopta correctamente. Lo más notable es que en todas las economías avanzadas y en muchos otros países la apertura de la cuenta de capital se da por sentada (véase el gráfico): ningún país que haya liberalizado su cuenta de capital en décadas recientes ha revertido el proceso de forma permanente. ■

M. Ayhan Kose es economista del Departamento de Estudios del FMI. Eswar Prasad es Jefe de División del Departamento de Asia y el Pacífico del FMI.

Este artículo se basa en el análisis del Occasional Paper 220 del FMI, Efectos de la globalización financiera en los países en desarrollo: Datos empíricos, de Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei y M. Ayhan Kose (Washington, 2003).