

Vigilar la marea

América Latina parece estar mejor preparada que antes para responder a las salidas de capitales, pero pronto su resiliencia podría ser puesta a prueba

*Playa de Copacabana
Río de Janeiro, Brasil.*

Andre Meier

DESDE 2009, los inversores extranjeros han enviado una enorme suma de US\$1,7 billones a las seis economías de América Latina integradas financieramente con el resto del mundo: Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. Las compras extranjeras de bonos, acciones y otros valores (inversión de cartera) por sí solas representan US\$640.000 millones.

Esas entradas de capitales fueron significativamente mayores que el promedio de la década anterior, incluso en relación con el PIB. Una inversión de cartera de similar magnitud no se ha visto desde comienzos de los años noventa (gráfico 1).

Esos flujos reflejan un patrón mundial de afluencia de capitales desde las economías avanzadas a los mercados emergentes. Muchas de aquellas economías han quedado atrapadas en un contexto de bajo crecimiento y tasas de interés cercanas a cero desde la crisis financiera mundial, que llevó a los inversores a buscar oportunidades en otras plazas. El resultado fue una diversificación sostenida hacia activos de mercados emergentes, donde el crecimiento y las tasas de interés eran más altos y las condiciones económicas generales parecían más robustas.

Un poco de todo

Esa afluencia de inversión extranjera tiene sus beneficios. El crédito externo puede proveer a los países receptores financiamiento esencial para la inversión o colocar el consumo en un sendero más suave. Las grandes entradas de capitales también han permitido que los gobiernos y empresas de América Latina reduzcan sus gastos por intereses emitiendo bonos a tasas más bajas y vencimientos más largos. Cuando los inversores extranjeros asumen una participación en la economía nacional —y a su vez los inversores locales invierten en el exterior— de hecho comienzan a compartir el riesgo, lo cual puede ayudar a los países que dependen fuertemente de la suerte de un sector determinado, como las materias primas en muchas economías sudamericanas.

Pero la fuerte afluencia de fondos también acarrea potenciales desventajas. Muchos observadores creen que a las recientes entradas de capitales podrían seguir salidas de gran escala con efectos desestabilizadores. Históricamente, los flujos hacia los mercados latinoamericanos de bonos y acciones han sido especialmente volátiles, creando condiciones exuberantes durante los buenos tiempos, pero frenándose repentinamente o incluso revirtiéndose al cambiar el ánimo de los inversores. En el pasado, esas salidas fueron provocadas por hechos tales como aumentos de las tasas de interés en las economías avanzadas, una creciente aversión al riesgo en los mercados financieros mundiales y malas noticias económicas desde los mercados emergentes.

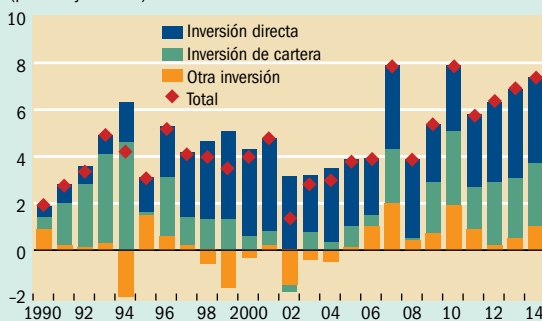
En América Latina existe hoy inquietud acerca de posibles presiones que impulsen una salida de fondos, ya que se prevé un alza de las

Gráfico 1

Las entradas de capital

Los flujos brutos de capitales hacia Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay han sido excepcionalmente abundantes en los últimos años.

(porcentaje del PIB)



Fuente: FMI, *Balance of Payments Statistics Yearbook* (Anuario de estadísticas de balanza de pagos).

Nota: Otras inversiones incluyen derivados.

tasas de interés en Estados Unidos, los riesgos geopolíticos siguen siendo significativos y las perspectivas para la región continúan siendo relativamente poco halagüeñas tras el reciente derrumbe de los precios de las materias primas y la fuerte desaceleración del crecimiento económico.

Además, la historia sigue proyectando su sombra. Durante los años ochenta, noventa y comienzos de la década de 2000, América Latina experimentó varias crisis económicas y financieras desencadenadas por ceses repentinos de las entradas de capitales, como la “crisis del tequila” de 1994–95 en México, cuando el peso se depreció fuertemente y el crecimiento se desplomó después de que un período de abundante afluencia diera paso a una fuga de capitales. Unos pocos años más tarde, Brasil (en 1998–99) y Argentina (en 2001) sufrieron crisis cambiarias similares. El recuerdo de esas y otras crisis sigue vivo en América Latina, intensificando la preocupación respecto a la posibilidad de grandes oscilaciones en los flujos de capitales.

Mayor resiliencia

Sin embargo, la región ha recorrido un largo camino desde los años noventa. Todas las economías financieramente integradas tienen hoy flotación cambiaria, un claro quiebre con el historial de tipos de cambio fijos que tendieron a colapsar durante episodios de salida de capitales. Hoy, cuando el capital extranjero deja esas economías, se permite que sus monedas se deprecien. Como sucede con una planta que se dobla pero no se rompe durante una tormenta, esto genera capacidad de resistencia. De hecho, un tipo de cambio más débil puede ayudar a estabilizar la demanda de activos internos. Recuérdese la experiencia histórica de los bancos centrales que trataban de defender tipos de cambio fijos (y sobrevalorados) vendiendo reservas de divisas: tales medidas pueden continuar por algún tiempo, pero finalmente los bancos centrales corren el riesgo de agotar sus reservas, quedando sin otra alternativa que aceptar una devaluación profunda y desequilibrante.

Un hecho destacable es que, aunque los tipos de cambio flexibles han reducido la necesidad de intervenir en el mercado cambiario, las reservas de los bancos centrales han crecido sustancialmente durante los últimos 10 a 15 años; en casi todas las economías con integración financiera actualmente son suficientemente abundantes como para cubrir más de un año completo de servicio de la deuda externa. Reservas de tal magnitud —las de Brasil y México por sí solas suman US\$550.000 millones— otorgan seguridad de que los bancos centrales podrán intervenir para suavizar los movimientos del tipo de cambio cuando sea necesario, sin quedar rápidamente sin reservas.

Pero los países de América Latina han avanzado aún más para aumentar la resiliencia. Uno de los hechos más sorprendentes es la desdolarización de la deuda pública. En 2000, los gobiernos de la región emitían la mayor parte de su deuda en dólares de EE.UU., algo que con frecuencia era la única alternativa posible, ya que los inversores no habrían comprado deuda denominada en monedas locales dañadas por episodios de alta inflación. Sin embargo, los pasivos en moneda extranjera de los gobiernos podían hacer estragos en las finanzas públicas cuando el dólar de EE.UU. se apreciaba fuertemente, porque entonces trepaba también el costo de pagar la deuda. En consecuencia, los bancos centrales de América Latina se han esforzado por establecer regímenes más creíbles de política monetaria y anclar la inflación a tasas bajas. Al crecer la

confianza de los inversores, los gobiernos latinoamericanos han podido emitir cada vez más bonos en moneda nacional, y de esa forma no son ellos quienes soportan el riesgo cambiario sino de hecho los inversores (extranjeros).

Potenciales puntos de presión

Aun así, las vulnerabilidades de los balances no han desaparecido; por el contrario, el sector empresarial puede haberse convertido en la principal fuente de riesgos. En los últimos años, las empresas latinoamericanas han aprovechado las condiciones favorables del mercado para emitir grandes cantidades de bonos en moneda extranjera. Aunque algunos de esos bonos han reemplazado los préstamos bancarios, el nivel general de endeudamiento empresarial ha aumentado en la región (Rodríguez *et al.*, 2015). Algunas empresas muy endeudadas pueden verse en apuros ahora que un crecimiento económico más débil pesa sobre su rentabilidad. Para agravar aún más las cosas, un alza repentina del dólar de EE.UU. podría disparar la carga de deuda empresarial. Hasta ahora, no se ha evidenciado una presión financiera significativa sobre las empresas de América Latina, pese a la reciente fortaleza del dólar. Las autoridades nacionales también señalan que las empresas suelen protegerse frente a los movimientos del tipo de cambio, manteniendo activos denominados en dólares, constituyendo coberturas financieras o generando ingresos externos. No obstante, es preciso monitorear las exposiciones cambiarias de las empresas y administrarlas con cautela.

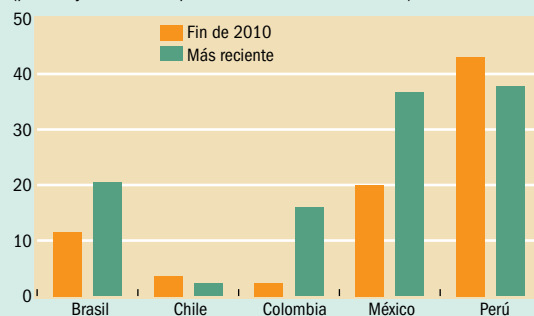
Asimismo, las salidas de capitales podrían complicarles más la vida a los gobiernos latinoamericanos, aun cuando hoy su deuda denominada en dólares sea mucho menor, precisamente debido al éxito logrado en atraer compradores extranjeros de bonos. En México, casi 40% de los bonos públicos en moneda nacional están en poder de no residentes, frente a 20% al final de 2010 (gráfico 2). Los extranjeros también han adquirido grandes cantidades de bonos internos de Colombia, habiendo crecido el año pasado su ponderación en varios índices mundiales de referencia. Dado el tamaño actual de las tenencias extranjeras en algunos de los mercados de bonos de América Latina, las condiciones de negociación podrían volverse muy volátiles, y

Gráfico 2

Acreeedores extranjeros

En varios países de América Latina los inversores extranjeros poseen una gran proporción de bonos públicos emitidos en moneda local.

(porcentaje de la deuda pública total en moneda nacional)



Fuentes: Autoridades nacionales y cálculos del personal técnico del FMI.

las tasas de interés podrían aumentar fuertemente si muchos inversores internacionales intentaran salir del mercado a la vez. De ahí los beneficios de establecer mercados profundos con una base de inversores diversificada (FMI, 2014a).

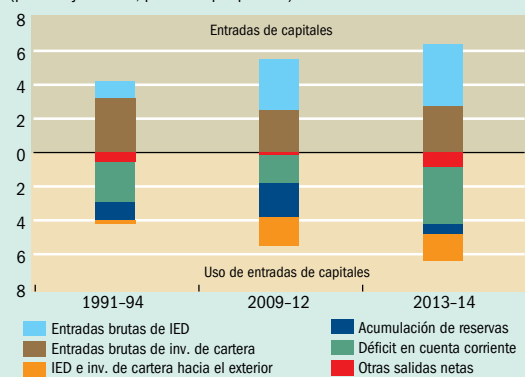
Para medir la vulnerabilidad de la región a las salidas de capitales, es conveniente analizar cómo se han utilizado las grandes entradas de fondos de los últimos años. Como muestra el gráfico 3, desde 2009 hasta 2012 —los primeros cuatro años del último episodio de afluencia de capital— hubo un patrón más favorable que durante el auge de principios de la década de 1990, que culminó con la crisis del tequila en México. Las entradas registradas de 2009 a 2012:

- Estuvieron más fuertemente orientadas hacia la inversión extranjera directa, que da a los inversores una participación en la gestión, y que ha demostrado ser menos proclive a revertirse que la inversión de cartera.
- No fueron utilizadas principalmente para financiar déficits en cuenta corriente, lo que muestra que parte del capital extranjero se destinó a ahorro y no a gasto.
- Coincidieron con un aumento de las reservas oficiales y compras considerables de activos extranjeros por inversores locales. Ambas cosas representan una acumulación de riqueza externa a la que en principio puede recurrirse para atenuar futuras salidas de capitales. En el caso de las reservas oficiales, esa función de protección es evidente de por sí, pero, según muestran estudios sobre el tema, los activos externos en poder de tenedores privados pueden tener un efecto similar (Adler, Djigbenou y Sosa, 2014; FMI, 2014c). Por ejemplo, durante la crisis financiera mundial, al retirar los inversores extranjeros dinero de América Latina, algunos inversores locales vendieron sus activos externos (a tipos de cambio favorables) y repatriaron los fondos, contribuyendo así a estabilizar las cuentas financieras de sus países.

Gráfico 3

Usando el efectivo

Los recientes flujos de capitales hacia América Latina incluyeron una mayor proporción de inversión extranjera directa más estable. Hasta 2013, los países usaron una menor cantidad de esos flujos para cubrir déficits en cuenta corriente. (porcentaje del PIB, promedio por período)



Fuentes: FMI, *Balance of Payments Statistics Yearbook* (Anuario de estadísticas de balanza de pagos), y cálculos del personal técnico del FMI.
 Nota: Los países son Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. El saldo en cuenta corriente de un país mide su comercio neto (exportaciones, menos importaciones, de bienes y servicios), ingresos netos y transferencias netas. Otras salidas netas incluyen el saldo de otras inversiones, derivados, el saldo de la cuenta de capital, financiamiento del FMI y errores y omisiones. IED = inversión extranjera directa.

Estos hechos pueden ser tranquilizadores, pero lo preocupante es que las tendencias empeoraron durante 2013 y 2014. La inversión de cartera ha crecido lentamente y los déficits en cuenta corriente han aumentado, mientras que la acumulación de reservas se ha desacelerado. Por consiguiente, la vulnerabilidad a la salida de fondos puede ser mayor.

Los fundamentos importan

¿Qué pueden hacer las autoridades para mitigar los riesgos? En los países con mercados de capital abiertos (en los cuales los inversores pueden traer fondos a un país y sacarlos con mínimas restricciones) no hay ningún seguro absoluto frente a grandes salidas episódicas de capitales. Como se vio en el apogeo de la crisis financiera mundial, hay ocasiones en que los inversores extranjeros se retraen casi indiscriminadamente. La mayoría de las veces, sin embargo, los fundamentos económicos sí importan. Específicamente, los países con sólidos saldos fiscales y externos, baja inflación, sistemas bancarios robustos y políticas públicas más creíbles tienden a exhibir un mejor desempeño cuando los mercados discriminan, como nuevamente hicieron, por ejemplo, a mediados de 2013, cuando la Reserva Federal de Estados Unidos indicó que estaba considerando eliminar progresivamente su programa de compras de bonos a gran escala (FMI, 2014b). Los inversores temieron que dicha medida elevaría las tasas de interés de ese país y haría menos atractivas las inversiones en mercados emergentes.

Abordar las presiones episódicas de salida de capitales, a su vez, es más fácil cuando existen tipos de cambio flexibles que hacen posible el ajuste. Esto exige que los balances a nivel interno sean suficientemente robustos como para soportar una depreciación de la moneda. Por lo tanto, las autoridades deberían focalizarse en prevenir una acumulación excesiva de posiciones abiertas en divisas por parte de las empresas privadas. De todos modos, será importante mantener reservas oficiales suficientes que permitan a las autoridades intervenir ocasionalmente para estabilizar su moneda cuando se complican las condiciones de negociación.

Como lo expresó el destacado inversor estadounidense Warren Buffett: “Solo cuando baja la marea se sabe quién nadaba desnudo”. Con políticas macroeconómicas sólidas y una actitud vigilante ante los riesgos de los balances, las autoridades de América Latina deberían poder evitar situaciones excesivamente incómodas. ■

Andre Meier es Subjefe de División del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI.

Referencias:

- Adler, Gustavo, Marie-Louise Djigbenou y Sebastián Sosa, 2014, “Global Financial Shocks and Foreign Asset Repatriation: Do Local Investors Play a Stabilizing Role?”, *IMF Working Paper 14/60* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Fondo Monetario Internacional (FMI), 2014a, *Global Financial Stability Report, capítulo 2* (Washington, abril).
- , 2014b, *Perspectivas económicas: Las Américas, capítulo 3* (Washington, abril).
- , 2014c, *Perspectivas de la economía mundial, capítulo 4* (Washington, octubre).
- Rodrigues Bastos, Fabiano, Herman Kamil y Bennett Sutton, 2015, “Corporate Financing Trends and Balance Sheet Risks in Latin America: Taking Stock of ‘The Bon(d)anza’”, *IMF Working Paper 15/10* (Washington: Fondo Monetario Internacional).