



# Marea creciente


---

Se necesita cooperación mundial para cosechar los frutos y eludir las trampas de los flujos de capitales transfronterizos

**Raghuram Rajan**

**L**os flujos de capitales transfronterizos no son ni una auténtica bendición ni una maldición indiscutible. Si se utilizan de forma responsable, pueden beneficiar a los países receptores, al compensar deficiencias de disponibilidad de capital-riesgo a largo plazo y achicar brechas de gobierno corporativo local. También pueden favorecer a los países emisores, al ofrecer vías de inversión para el ahorro generado por una población que envejece.

Pero, evidentemente, los flujos de capital también pueden ser problemáticos. Pueden llegar en mal momento, y ampliar el crédito durante un virulento auge de la inversión y alimentar las burbujas de precios de los activos. Pueden adoptar una forma inadecuada —créditos a corto plazo a empresas o el gobierno, con opción de cancelación sin previo aviso. Y pueden desaparecer en mal momento, cuando el atractivo de tasas de interés más altas en los países emisores los incita a volver, en vez de esperar a completar los proyectos en los países receptores. Los flujos de capitales transfronterizos son como la



dinamita: buenos o malos según la forma en que se utilizan. Lamentablemente, no existen soluciones de política económica que de por sí controlen las entradas de capital. Y aunque existiesen, las instituciones de los países receptores no suelen hacer el esfuerzo; incluso a las autoridades más sensatas les cuesta rechazar el dinero fácil.

Evidentemente, los países receptores no son los únicos protagonistas. Uno de los factores más importantes que “empujan” o “tiran” de los flujos de capitales transfronterizos es la orientación de la política monetaria en las economías avanzadas. Cuando es expansiva, se transmite a los países receptores a través de los flujos de capital, la apreciación de la moneda, un mayor endeudamiento y un aumento de los precios de los activos financieros y reales. La tendencia se invierte con el endurecimiento de la política monetaria, si bien con una diferencia esencial. La acumulación de deudas de las empresas y el gobierno de los países receptores durante la fase expansiva genera fragilidad financiera durante la fase de contracción.

¿Qué pueden hacer las economías de mercados emergentes para reducir los riesgos asociados a flujos de capital cuantiosos y sostenidos? ¿Qué responsabilidades deben asumir los bancos centrales de las economías avanzadas por las consecuencias que sus políticas monetarias tienen en el extranjero, y qué medidas pueden adoptar para limitarlas? ¿Qué función pueden desempeñar instituciones financieras internacionales como el FMI?

### **Auge del crédito interno**

Para dar respuesta a estas preguntas, debemos entender qué ocurre cuando una economía de mercado emergente registra una entrada sostenida de capital extranjero. La experiencia de una empresa particular durante un auge del crédito interno es un buen paralelismo. La expectativa sostenida de un alto grado de liquidez futura (porque los posibles compradores de activos son ricos y pueden pagar precios elevados por activos corporativos) puede incentivar el endeudamiento de las empresas. Para los prestatarios, el financiamiento mediante deuda siempre es bienvenido, porque les permite administrar una empresa sin poner en juego tanto dinero propio. Para los prestamistas, las perspectivas de liquidez elevada facilitan la recuperación de la deuda: si el prestatario no paga, el prestamista puede quedarse con los activos de la empresa y venderlos a un alto precio. No obstante, la combinación de un alto nivel de apalancamiento y liquidez además reduce los incentivos que inducen a los gerentes a adoptar

estructuras que limiten las conductas indebidas. ¿Por qué? Pues porque si va a haber abundancia de financiamiento, no hay razón para crear estructuras costosas y restrictivas (buenas prácticas contables y auditoría fidedigna) que vayan a ampliar aún más la disponibilidad de fondos.

La analogía con los auges de la vivienda ayuda a explicar esta dinámica. Si un prestamista hipotecario sabe que resultará fácil embargar una casa y venderla de manera rentable porque las casas se venden caras y como pan caliente, ¿qué necesidad tiene de seguir investigando al solicitante de la hipoteca para saber si tiene trabajo o ingresos? En épocas en que se prevé una gran liquidez, se prescinde de las salvaguardias normales y la diligencia debida en la concesión de préstamos. Durante la burbuja inmobiliaria de Estados Unidos, esto provocó la infame concesión de préstamos a prestatarios sin ingresos ni empleo ni activos.

### **Frenadas bruscas de la entrada de capitales**

El deterioro de la gobernanza no es problemático si la liquidez se mantiene elevada, pero sí lo es cuando esta se agota, y entonces la capacidad de endeudamiento de las empresas queda prácticamente sin ningún respaldo. En otras palabras: las expectativas de liquidez elevada generan condiciones que hacen que las empresas dependan del mantenimiento de la liquidez en el futuro para refinanciar su deuda. Si eso no ocurre, se produce una frenada brusca de la entrada de capitales, incluso cuando las perspectivas económicas de las empresas sigan siendo buenas.

Lo descrito anteriormente es un modelo de conducta corporativa que analicé más a fondo en un trabajo elaborado con mis colegas Douglas Diamond y Yunzhi Hu. Cambiemos ahora de perspectiva y situemos a la empresa en una economía de mercado emergente. Basándonos en los vastos datos sobre estas economías, añadimos otros tres supuestos. Primero, que las empresas nacionales de la economía de mercado emergente tienen un gran volumen de préstamos pendientes de reembolso frente a los países de origen o que están denominados en la moneda de dichos países. Habitualmente, el país de origen es Estados Unidos y la moneda es el dólar, aunque la perspectiva adoptada aquí es más general. (Gopinath y Stein [2018] explican por qué las empresas nacionales toman deuda en moneda extranjera, y este fenómeno ha sido documentado de forma empírica en muchos estudios).

Segundo, que una política monetaria más expansiva en el país de origen empuja el capital —en busca

de un rendimiento mayor— hacia entornos con tasas de interés más altas, como las economías de mercados emergentes. Esta afluencia de capitales aumenta el valor en dólares de la moneda del mercado emergente. Como varias empresas de mercados emergentes ya han recibido empréstitos en dólares, es de esperar que su patrimonio neto y, por tanto, su liquidez, aumenten a medida que disminuya la cantidad de moneda nacional necesaria para reembolsar los empréstitos extranjeros. En la medida en que la política monetaria de los países de origen reacciona violentamente ante un magro crecimiento interno, pero se normaliza solo tras largos períodos (especialmente en épocas de baja inflación), los flujos de capital hacia el mercado emergente podrían ser sustanciales. Suponiendo que el poder adquisitivo futuro de las empresas nacionales endeudadas en dólares aumentará a medida que se aprecie la moneda, los prestamistas estarán hoy dispuestos a ampliar significativamente el crédito a otras empresas nacionales, lo cual lleva a un mayor endeudamiento inicialmente y a un aumento de precios de los activos.

El tercer ingrediente es que en algún momento la política monetaria del país de origen se normalizará. El endurecimiento de la política provocará una depreciación de la moneda del mercado emergente, un aumento de los reembolsos de empréstitos externos en moneda local y, por tanto, una disminución de la liquidez de las empresas. Además, el apalancamiento es mucho mayor al inicio del endurecimiento, porque los prestamistas habían anticipado una alta probabilidad de mantenimiento de la liquidez. El reembolso de la deuda y la capacidad de refinanciamiento se reducirán, no solo porque la liquidez es menor, sino porque no se ha prestado atención al gobierno corporativo. La combinación de apalancamiento elevado y caída de la capacidad de endeudamiento hace que prestamistas nacionales y extranjeros sean reacios a renovar los préstamos. Si la deuda a corto plazo preexistente de la empresa es sustancial, la disminución de la capacidad de endeudamiento puede provocar un pánico y poner inmediatamente en apuros a la empresa.

Aunque el desplome de la liquidez futura podría deberse a un cambio en la orientación de la política monetaria del país de origen, no tiene por qué estar relacionado con las políticas macroeconómicas del mercado emergente, su credibilidad o la falta de ella. Es decir, el auge y caída registrado en el mercado emergente podría ser un auténtico efecto de contagio de la política del país de origen.

La conmoción derivada de la decisión de retirar el estímulo monetario es un buen ejemplo de cómo

una modificación —o incluso la posibilidad de una modificación— de la política monetaria en las economías avanzadas repercute en los mercados emergentes. En 2013, el entonces presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, indicó que la institución pronto comenzaría a abandonar gradualmente la compra de bonos, tras un largo período de política monetaria excepcionalmente expansiva. Ello provocó una salida de capitales de los mercados emergentes y una fuerte desvalorización de los activos y las monedas de estos mercados.

### La gran moderación

Antes de la reciente crisis financiera, las autoridades coincidían en que las políticas mundiales habían alcanzado su condición óptima, lo cual había contribuido a la “gran moderación” de la volatilidad económica. En tales condiciones, el único objetivo de la política monetaria era la estabilidad de los precios internos, conseguida a través de la fijación de

## *Muchas economías de mercados emergentes han entendido que deben acumular reservas de divisas.*

metas de inflación flexibles. Al permitir un tipo de cambio flotante, el sistema eliminó la necesidad de intervenir en los mercados de divisas o de acumular reservas. Por ejemplo, si un país recibía entradas de capital y el tipo de cambio podía apreciarse, el flujo de entrada terminaría frenándose, porque las perspectivas de depreciación futuras reducían la rentabilidad esperada.

Muchos estudios elaborados después de la crisis financiera mundial de 2007–08 indican que esta perspectiva cae en la complacencia: los efectos de contagio de la entrada de capitales no pueden compensarse dejando que se aprecien los tipos de cambio. Por el contrario, muchos de los países que lo hicieron vieron como aumentaba todavía más la entrada de capitales, en busca de los rendimientos obtenidos por otros inversionistas (Bruno y Shin, 2015).

De hecho, nuestro modelo indica que las fluctuaciones de la liquidez empresarial en países receptores se deben sobre todo a las fluctuaciones del tipo de cambio. A menudo se ha acusado a las economías de mercados emergentes de manipular sus monedas

para aumentar la competitividad de sus exportaciones, pero la preocupación por la competencia comercial no tiene por qué ser el motivo por el cual las autoridades de los países receptores tienen miedo de permitir que su moneda flote o varíe libremente frente al dólar. Los intentos de moderar las fluctuaciones cambiarias quizá pretendan evitar fuertes oscilaciones de la disponibilidad de crédito y la resultante volatilidad macroeconómica. Las autoridades de los mercados emergentes ya saben de qué va y cómo termina eso.

Sin duda, muchos de estos países han entendido que deben acumular reservas de divisas frente a una apreciación sostenida de la moneda nacional. La compra de activos tales como valores del Tesoro de Estados Unidos por parte de varios mercados emergentes puede verse como una demanda generalizada de activos seguros, cuando en realidad podría ser un intento de poner trabas a la apreciación monetaria, incluso a la vez que se constituye un fondo de reserva para combatir la inevitable depreciación (Hofmann, Shin y Villamizar-Villegas, 2019). Evidentemente, esta intervención agrava el riesgo moral, porque las empresas pueden sobreendeudarse en moneda extranjera, al considerar que el riesgo será menor una vez que el banco central modere la volatilidad. Por este motivo, algunas economías de mercados emergentes, como China e India, intentan controlar también el endeudamiento en divisas de las empresas.

### Pocas herramientas

Es una lástima que las autoridades de los países receptores no cuenten con más herramientas que les permitan gestionar los flujos de capital sin a la vez perturbar en gran medida la economía interna. Cabe señalar que una política monetaria restrictiva en el país receptor comporta el peligro de que la composición por monedas de los empréstitos corporativos se desplace todavía más hacia un dólar relativamente más barato y pueda exacerbar la apreciación de la moneda local. Por otro lado, una política monetaria interna más acomodaticia podría fomentar una expansión excesiva del crédito.

La tendencia de auge y caída en países receptores es más pronunciada, porque una inflación estable hace que en el país de origen se mantenga una política monetaria acomodaticia por largos períodos, como se ha observado en las últimas décadas. Desde el punto de vista del país receptor, un compromiso de “tasas bajas por mucho tiempo” en el país de origen es un compromiso con una liquidez amplia y sostenida en el país receptor, hasta que se produce un giro en la dirección contraria. Ello implica una importante acumulación de apalancamiento y fragilidad financiera. No es de extrañar que las autoridades económicas de los mercados emergentes hayan expresado su preocupación tanto por una política expansiva sostenida en los países de origen como por la posibilidad de que esta se revierta de forma abrupta. Estas preocupaciones no se contradicen, sino que una lleva a la otra.

### Margen para iniciativas multilaterales

¿En qué medida los países de origen son responsables de estos efectos de contagio? Quienes afirman que dichos efectos son más que nada consecuencia de un ajuste insuficiente del tipo de cambio en los países receptores consideran que no lo son. Esta es justamente la opinión que defienden algunos bancos centrales de las economías avanzadas, focalizados en su mandato interno. Es difícil saber si pensarían lo mismo si su mandato incluyese también algún componente de responsabilidad internacional. Otros reconocen que sí pueden existir efectos de contagio, pero no ven la forma de modificar la conducta de los países de origen. En cambio, se centran en las llamadas políticas macroprudenciales y en medidas con respecto a los flujos de capitales en los países receptores, como lo hace el FMI.

Pero el ámbito de acción de la política macroprudencial es limitado; las autoridades macroprudenciales suelen tener jurisdicción solo sobre una parte del sistema financiero, mientras que la política monetaria, como dijo Jeremy Stein, se mete “por todas las grietas”. La efectividad de estas políticas aún está por demostrarse; en España, la provisión dinámica de capital a los bancos puede haber suavizado el ciclo de crédito, pero seguro que no evitó sus excesos. En general, no se trata de descartar el uso de herramientas macroprudenciales, sino de recalcar que quizá se necesiten también otras.

Algunos economistas abogan por normas de política monetaria que limiten las actuaciones de los bancos centrales de los países emisores en determinadas circunstancias. Por ejemplo, Mishra y Rajan (2019) indican que, si bien debe hacerse concesiones en lo que se refiere a la política monetaria ordinaria, ciertas medidas de política monetaria no convencional en entornos específicos podrían considerarse inadecuadas por los amplios efectos de contagio negativos que generan, de la misma forma que hasta hace poco estaba mal vista la intervención unidireccional sostenida en el tipo de cambio. El respeto de dichas normas no sería cuestión de altruismo. Los países signatarios del Convenio Constitutivo del FMI ya asumen la responsabilidad de las consecuencias internacionales de sus actos. Estas normas restringirían la conducta de los bancos centrales en circunstancias extremas, sin modificar sus mandatos ni requerir la coordinación internacional. Sencillamente, los bancos centrales evitarían las políticas que infringen las normas. Así, el Grupo de Notables, al que el Grupo de los Veinte encomendó la tarea de proponer cambios para la arquitectura financiera mundial, ha señalado la necesidad de contar con un “marco regulado, con base empírica (...) que preste asesoramiento sobre políticas, a través del cual los países eviten políticas con importantes efectos de contagio, desarrollen mercados resistentes y se beneficien de los flujos de capital, gestionando a la vez los riesgos para la estabilidad financiera”. Añade que el FMI debería elaborar un marco que permita a los países de origen “cumplir con sus objetivos internos y a la vez evitar importantes efectos de contagio internacionales”.

Existe todavía otra interesante posibilidad. Nuestro modelo indica que un período prolongado de política monetaria expansiva podría incentivar el apalancamiento, hacer subir los precios de los activos e incrementar los riesgos para la estabilidad financiera del propio país de origen. Si las políticas monetarias de los bancos centrales de los países de origen incluyesen un mandato relativo a la estabilidad financiera interna, las medidas de política podrían modificarse de forma tal de mitigar a su vez los efectos de contagio externos.

Evidentemente, todavía estamos lejos de disponer de los datos y los conocimientos necesarios para crear un marco internacional basado en reglas, pero se ha avanzado mucho. Por lo general, ya no culpamos a las economías de mercados emergentes y en desarrollo de reaccionar de forma inadecuada frente a la afluencia de capitales. Si logramos encontrar la manera de utilizar los flujos de capital como corresponde —para satisfacer las necesidades de ahorro de los países ricos envejecidos, cubriendo a la vez las necesidades de financiamiento de las economías de mercados emergentes y en desarrollo, sin provocar crisis periódicas—, los países se verán obligados a templar la formulación de políticas soberanas con sus responsabilidades internacionales a fin de evitar efectos de contagio importantes. Si todos los países

hacen un uso responsable de las distintas herramientas, y el FMI lleva a cabo los estudios necesarios, puede que la mejor forma de abordar este problema polifacético sea creando un marco consensuado entre todos e identificando a quienes habitualmente caen en situaciones de incumplimiento. **FD**

**RAGHURAM RAJAN** es profesor de finanzas de la Escuela de Negocios Booth de la Universidad de Chicago y antiguo gobernador del Banco de Reserva de India. Este artículo es un resumen de la conferencia Mundell Fleming que presentó en el FMI en 2018, basada en un estudio de Diamond, Hu y Rajan (de próxima publicación).

#### Referencias:

- Bruno, Valentina, y Hyun Song Shin. 2015. "Capital Flows and the Risk Taking Channel of Monetary Policy". *Journal of Monetary Economics* 71:119–32.
- Diamond, Douglas, Yunzhi Hu y Raghuram Rajan. De próxima publicación. "Pledgeability, Liquidity, and Financing Cycles". *Journal of Finance*.
- Gopinath, Gita, y Jeremy C. Stein. 2018. "Banking, Trade, and the Making of a Dominant Currency". Working paper, Harvard University, Cambridge, MA.
- Hofmann, Boris, Hyun Song Shin y Mauricio Villamizar-Villegas. 2019. "FX Intervention and Domestic Credit: Evidence from High-Frequency Microdata". Documento de trabajo del BPI, Banco de Pagos Internacionales, Basilea.
- Mishra, Prachi, y Raghuram Rajan. 2019. "International Rules of the Monetary Game". En *Currencies, Capital, and Central Bank Balances*, editado por John Cochrane, Kyle Palermo y John Taylor. Stanford, CA: Hoover Institution Press.

## Biblioteca electrónica del FMI

Para acceder a una muestra gratuita de publicaciones seleccionadas del FMI sobre la economía mundial, la desigualdad y el crecimiento, Asia, y la energía y los recursos naturales, visite. . .

**[elibrary.imf.org](http://elibrary.imf.org)**



# Muestra gratuita

F O N D O M O N E T A R I O I N T E R N A C I O N A L