



**CENTRO DE
ESTUDIOS
MONETARIOS
LATINOAMERICANOS**

Asociación Regional de Bancos Centrales

Flujos de capital hacia América Latina: retos y respuestas de política

Javier Guzmán Calafell

Julio de 2010

Documentos de discusión

1

Flujos de capital hacia América Latina: retos y respuestas de política

JAVIER GUZMÁN CALAFELL

DOCUMENTO DE DISCUSIÓN 1

Javier Guzmán Calafell es director general del CEMLA.

Este documento fue presentado en la conferencia “International Capital Movements: Old and New Debates”, organizada por el Banco Central de Reserva del Perú, el Reinventing Bretton Woods Committee y el Intergovernmental Group of Twenty Four, celebrada en la ciudad de Cusco, Perú, durante el 19 y el 20 de julio del 2010.

Las opiniones aquí expresadas son responsabilidad exclusiva del autor y no representan la posición del CEMLA o sus autoridades.

© Julio de 2010 CEMLA

1. Introducción

Los flujos de capital hacia América Latina y otras regiones emergentes cayeron abruptamente después del colapso de Lehman Brothers en septiembre del 2008. Durante ese año, las corrientes de capital privado neto hacia la región registraron una cifra equivalente a poco más de 50% del nivel alcanzado durante 2007. En este contexto, los márgenes de riesgo para la deuda soberana de estos países aumentaron en forma considerable y las líneas de crédito interbancario se colapsaron. Además, las emisiones de bonos, tanto soberanos como corporativos, básicamente desaparecieron, tras varios años de continuo acceso de América Latina a los mercados de capital a un costo accesible. Esta situación se reflejó en una fuerte disminución de las reservas internacionales y depreciaciones significativas de los tipos de cambio de muchos países de la región.

En general, las economías de América Latina respondieron rápidamente a la crisis, mediante la aplicación de medidas destinadas a garantizar la disponibilidad de suficiente liquidez externa y la solidez de sus sistemas financieros. Además, varios países implementaron políticas fiscales y monetarias para mitigar el impacto de la crisis en el sector real.

Estas medidas, junto con la reducción de la incertidumbre mundial resultante de los esfuerzos de la comunidad internacional para hacer frente a la crisis, permitieron un retorno gradual del acceso a los mercados internacionales de capital. Así, los márgenes de riesgo soberano comenzaron a mostrar una tendencia a la baja desde el primer trimestre de 2009. Además, hacia finales de ese año la deuda soberana y las emisiones de bonos corporativos habían alcanzado niveles muy superiores al promedio observado en el período 2006-2007, y el acervo regional de reservas internacionales registró niveles récord. Naturalmente, las tendencias globales ocultan importantes diferencias de un país a otro.

Los flujos de capital hacia América Latina continuaron aumentando, en un contexto de alta volatilidad, durante el primer semestre de 2010. Factores tanto de empuje como de atracción explican esta tendencia. Los primeros están relacionados con la abundante liquidez internacional, las bajas tasas de interés en las economías avanzadas y un aumento en el apetito por riesgo, mientras que los segundos se derivan principalmente de los sólidos fundamentos económicos y las buenas perspectivas de crecimiento económico para los países de la región en general en los próximos años.

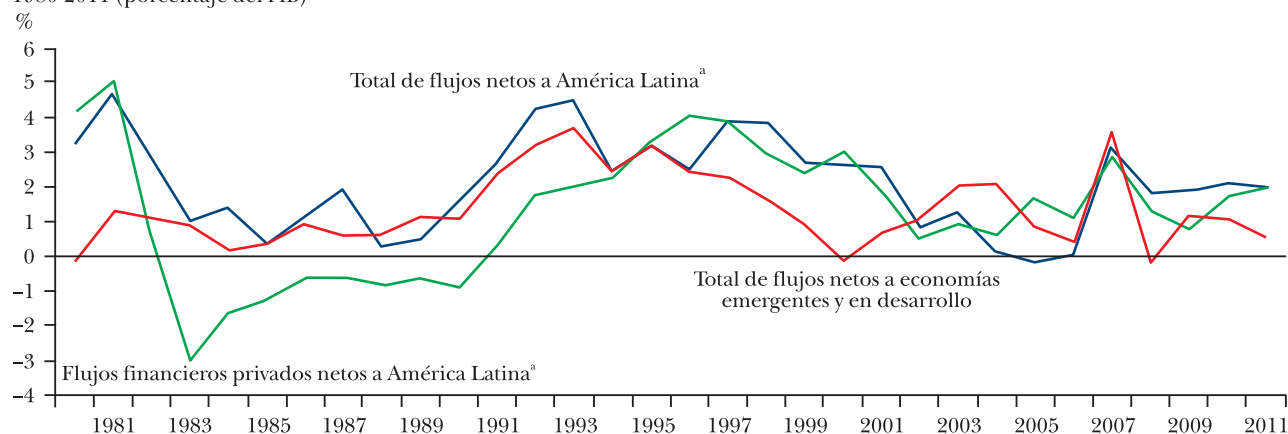
El rápido retorno de los países latinoamericanos a los mercados de capital es sin duda un hecho positivo. Las entradas de capital proporcionan los medios para financiar un exceso de inversión con respecto al ahorro, permiten que los ahorradores y los inversionistas diversifiquen sus carteras, contribuyen al desarrollo de los mercados de capital y reducen los costos de endeudamiento, tanto para el sector público como para el privado, entre otros beneficios. Al mismo tiempo, sin embargo, las entradas de capital dan lugar a una serie de retos. En primer lugar, son muy volátiles y tienden a ser procíclicas. Además, pueden propiciar una fuerte apreciación del tipo de cambio real y aumentos insostenibles de la demanda interna y del déficit en cuenta corriente. Asimismo, pueden poner en peligro la estabilidad financiera. De esta forma, no es sorprendente que muchas de las crisis económicas observadas en América Latina se hayan producido después de períodos caracterizados por condiciones externas favorables y elevados ingresos de capital.

El objetivo de este documento es comparar el más reciente episodio de flujos de capital hacia América Latina con experiencias similares observadas en décadas pasadas, así como analizar en qué medida este fenómeno está incidiendo de manera generalizada en los países de la región. También se evalúa la capacidad de respuesta a los retos derivados del aumento de las corrientes de capital externo, y se hacen algunas reflexiones sobre las medidas que se han implementado para hacer frente a estos retos.

2. Características de los ingresos de capital y respuestas de política

¿Qué tan importante es el ingreso de capitales a América Latina en esta etapa? Para intentar responder a esta pregunta, la gráfica I presenta la evolución del total de flujos de capital neto a la región durante el período 1980-2011, con información del Fondo Monetario Internacional (FMI). Las entradas netas de capital se definen para estos propósitos como la suma de la cuenta corriente y la variación de las reservas internacionales como porcentaje del PIB.¹ Como se muestra en la gráfica, el comportamiento de esta variable no es muy distinto al considerarse todas las economías emergentes y en desarrollo. Por otro lado, las tendencias de los flujos de capital total y capital privado neto a América Latina son muy parecidas.

GRÁFICA I. FLUJOS NETOS DE CAPITAL A ECONOMÍAS EMERGENTES Y EN DESARROLLO, ASÍ COMO A AMÉRICA LATINA, 1980-2011 (porcentaje del PIB)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, base de datos del *World Economic Outlook*.

^aIncluye errores y omisiones.

La gráfica muestra que las economías de América Latina han observado tres episodios de ingresos de capital sustanciales durante los últimos 30 años:

- El primero está relacionado con las secuelas de la crisis del petróleo de la década de los setenta. La necesidad de reciclar los llamados *petrodólares* dio origen a un auge de los préstamos bancarios internacionales, especialmente a corto plazo, a las economías en desarrollo, incluidas las de América Latina. Éstos se utilizaron para financiar déficits fiscales y la expansión del consumo privado, lo que condujo a la crisis de la deuda de la década de los ochenta y a una década perdida para América Latina.
- El segundo episodio se puede dividir en dos partes: *i*) la relajación de las condiciones monetarias en los países avanzados —con el consiguiente aumento en la oferta de financiamiento externo de bajo costo— y el optimismo sobre el desempeño de algunas economías latinoamericanas, entre otros factores, se tradujeron en un aumento sustancial de los flujos de capital a la región, que culminó con la crisis mexicana de 1994-95; y *ii*) un nuevo relajamiento de la política monetaria en Estados Unidos y Europa, combinado con un sustancial decremento de las primas de riesgo, fomentó una expansión de los flujos de capital, especialmente a Asia y Rusia, pero también a América Latina. Las crisis en Asia y Rusia en 1997-1998 finalmente dieron como resultado un colapso de los flujos de capital a todas las economías emergentes.

¹ Las cifras incluyen *errores y omisiones*, ya que la información disponible permite excluir este rubro de la serie sólo para el período 2002 a 2011. Cabe aclarar que el comportamiento de esta serie es muy parecido al de la que excluye *errores y omisiones*.

—Durante el tercer episodio, la disponibilidad de financiamiento externo a tasas de interés bajas, reflejó políticas monetarias expansivas en las economías avanzadas después de la recesión de 2000-2001, condiciones favorables en la economía mundial, innovaciones en los mercados financieros que mejoraron la liquidez y la distribución del riesgo, y un cambio en los patrones de ahorro e inversión mundiales. Esto fue apoyado, por el lado de la demanda, por un crecimiento económico relativamente fuerte en las economías emergentes —incluyendo América Latina—, una participación creciente de éstas en la economía mundial, y mejoras en su desempeño macroeconómico y marcos de política económica más flexibles.

¿Cuáles son las principales diferencias entre el período de ingresos de capital hacia América Latina y otras regiones emergentes que se inició a principios de 2009 y los episodios previos descritos anteriormente?

En primer lugar, no está claro que el fenómeno que estamos presenciando en la actualidad represente el comienzo de un nuevo episodio de una magnitud comparable. En particular, existe el riesgo de que los flujos de capital hacia las economías emergentes en general sea de una duración más corta esta vez, ya que un endurecimiento de la política monetaria en el mundo avanzado, y la demanda de recursos derivada de una recuperación cíclica y un elevado déficit presupuestario en estas economías, podría desplazar a prestatarios de mercados emergentes. Si bien esta posibilidad no puede ser descartada, la opinión predominante es que las tasas de interés en las principales economías industriales seguirán siendo bajas durante un periodo relativamente largo, y por lo tanto que la principal preocupación a futuro para las economías emergentes serán las entradas de capital y su comportamiento volátil, más que las salidas.² Por otra parte, es importante subrayar que incluso en este escenario, las actuales proyecciones del FMI apuntan a que los flujos de capital hacia América Latina hasta el año 2011, se ubicarán muy por debajo de lo observado en los tres episodios previos (gráfica I).

En segundo lugar, las contrapartes de los flujos de capital neto son la cuenta corriente y la variación de las reservas internacionales.³ Como se puede observar en la gráfica II, durante los episodios de ingresos de capitales de los años ochenta y noventa, los flujos hacia América Latina se utilizaron principalmente para financiar elevados déficits en cuenta corriente. La situación cambió drásticamente en los primeros años del nuevo siglo: en este caso, las entradas de capital fueron acompañadas por excedentes en la cuenta corriente, cuyo resultado fue una fuerte acumulación de reservas internacionales. La situación en el periodo 2008-2011, según lo proyectado por el FMI y otros analistas, puede ser considerada como una fase intermedia, ya que se observan déficits moderados en la cuenta corriente y una continua acumulación de reservas internacionales.

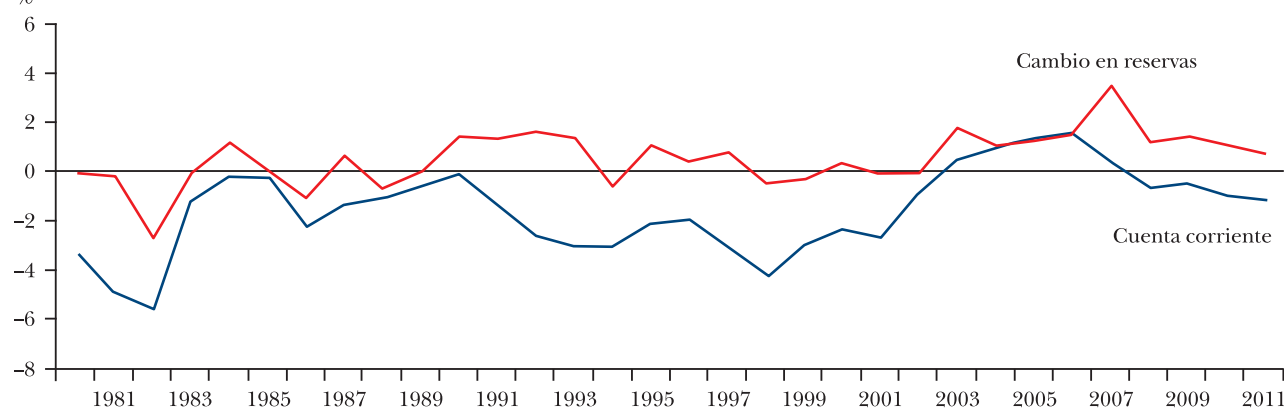
En tercer lugar, la composición de los flujos de capital hacia América Latina ha cambiado sustancialmente en los últimos treinta años (gráfica III). A finales de los setenta y principios de los ochenta, los flujos de deuda representaban el componente principal de las corrientes de capital privado. Posteriormente, en los años noventa, la característica más relevante fue el fuerte aumento de las inversiones en cartera. Durante el tercer episodio de entradas de capital a América Latina, la inversión extranjera directa (IED) se convirtió en la forma dominante de financiamiento, y se espera que esto continúe así en los próximos años, aunque con una recuperación de los flujos de cartera. Naturalmente, la composición de los flujos de capital es de gran relevancia. Dado que la evidencia empírica muestra que, en general, la inversión extranjera directa es la forma más estable de flujo,⁴ se puede argumentar que los cambios observados en la estructura de financiamiento en América Latina durante los últimos años han reducido la vulnerabilidad de la región a la volatilidad de las corrientes de capital externo.

² Ver por ejemplo Instituto de Finanzas Internacionales, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, Washington, 15 de abril del 2010 (IIF Research Note), y Fondo Monetario Internacional, *Global Financial Stability Report*, abril del 2010.

³ Suponiendo que no existen errores y omisiones.

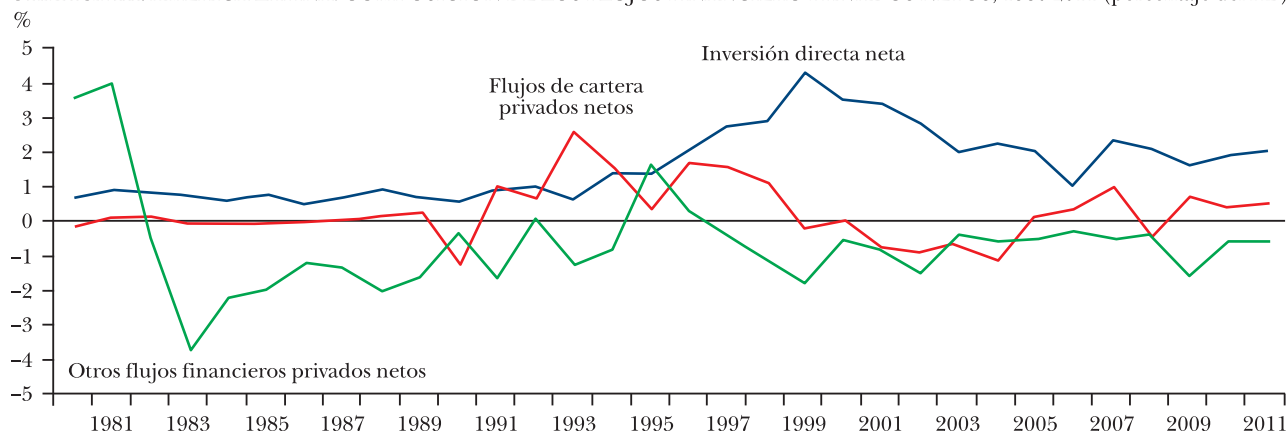
⁴ Ver Committee on the Global Financial System, *Capital Flows and Emerging Market Economies*, BIS, enero del 2009 (CGFS Papers, n° 33).

GRÁFICA II. AMÉRICA LATINA: CUENTA CORRIENTE Y VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES, 1980-2011 (porcentaje del PIB)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, base de datos del *World Economic Outlook*.

GRÁFICA III. AMÉRICA LATINA: COMPOSICIÓN DE LOS FLUJOS FINANCIERO PRIVADOS NETOS, 1980-2011 (porcentaje del PIB)

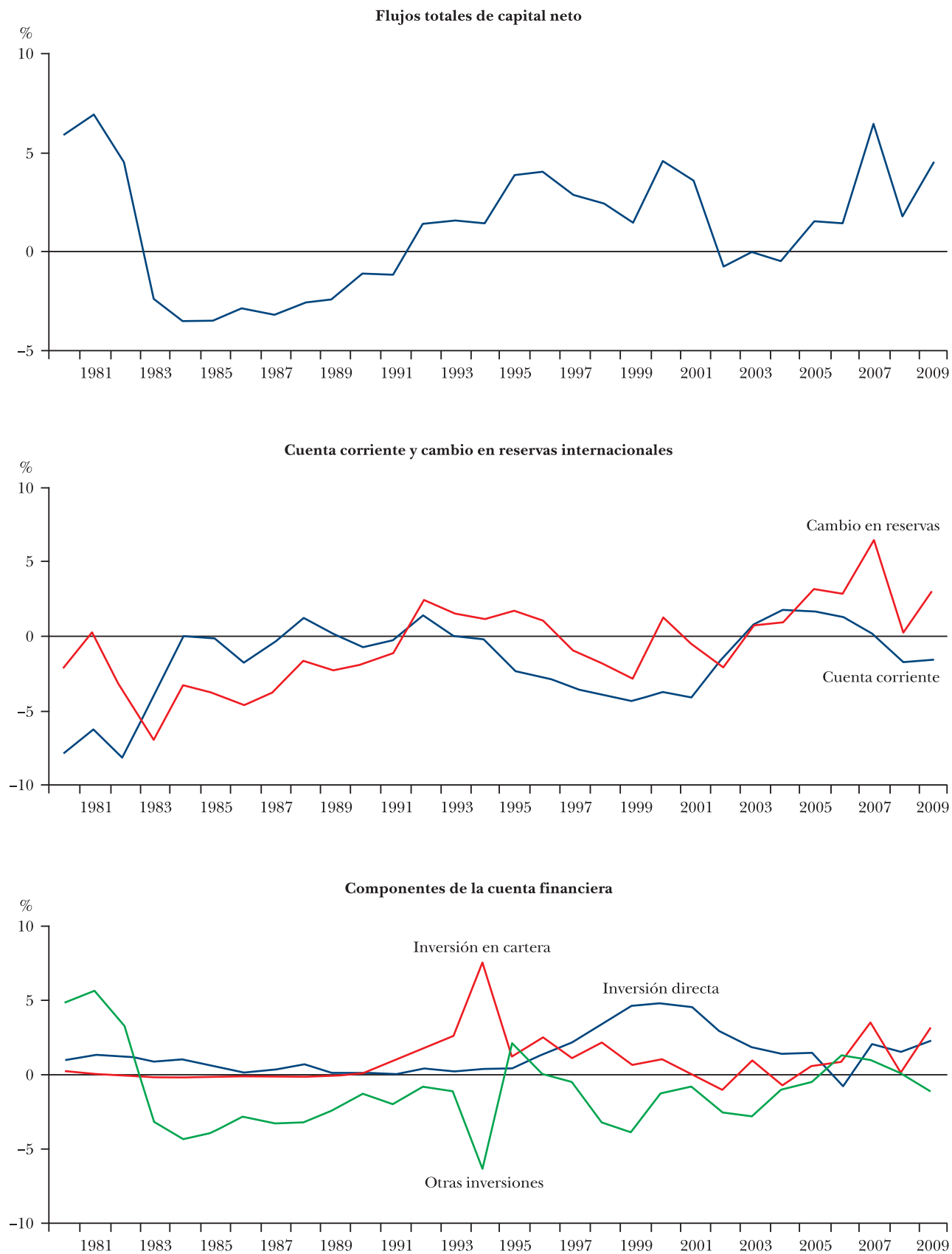


FUENTE: Fondo Monetario Internacional, base de datos del *World Economic Outlook*.

Como se explicó anteriormente, estas tendencias generales esconden importantes diferencias entre países. Para evaluar hasta qué punto las tres anteriores conclusiones son válidas a nivel nacional, se realizó un análisis para los países considerados por el FMI “con fuertes vínculos con los mercados financieros internacionales o EFI” (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), que es el subconjunto de economías que tienden a ser más afectadas por cambios en los movimientos internacionales de capital.⁵ Las gráficas IV a VIII presentan información sobre las entradas de capital para cada una de estas economías, su uso ya sea para el financiamiento de la cuenta corriente o la acumulación de reservas, y la composición de los flujos netos de capital privado. Las gráficas muestran que para algunas economías (por ejemplo, Brasil y Colombia), las entradas de capital son considerables y no muy por debajo de las observadas durante episodios anteriores. En el otro extremo se ubica Chile, que en 2009 registra una salida neta de capital. Sin embargo, en términos generales las conclusiones respecto al uso de esos flujos y su composición son similares a los alcanzados a nivel agregado, es decir, los flujos de capital externo están financiando déficit moderados en cuenta corriente y la acumulación de reservas, y son dominados por corrientes de inversión extranjera directa, o bien la IED representa una porción sustancial de la afluencia total.

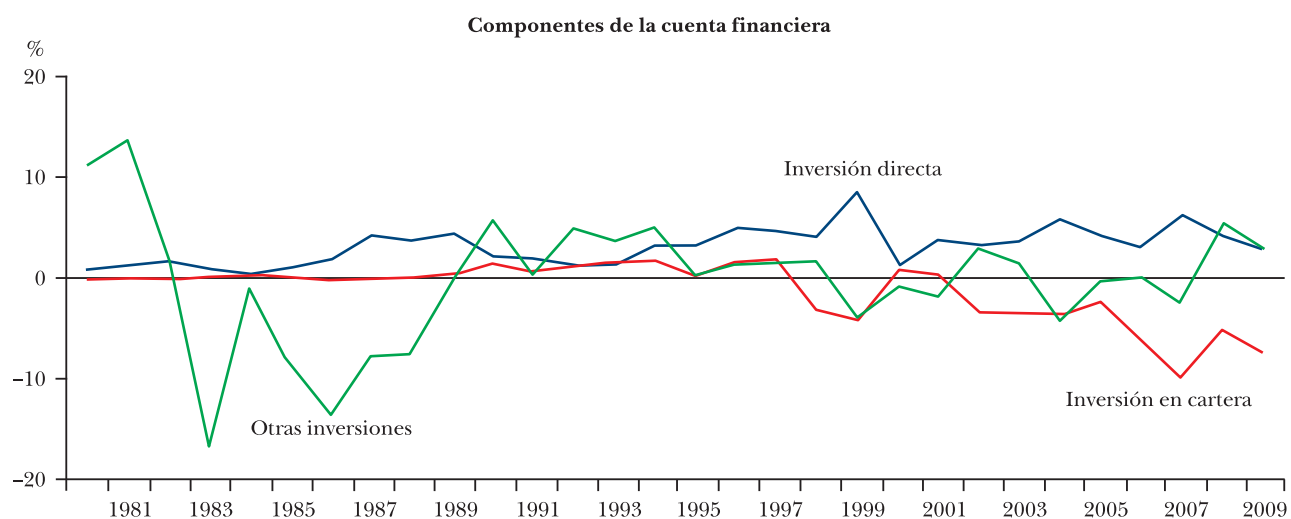
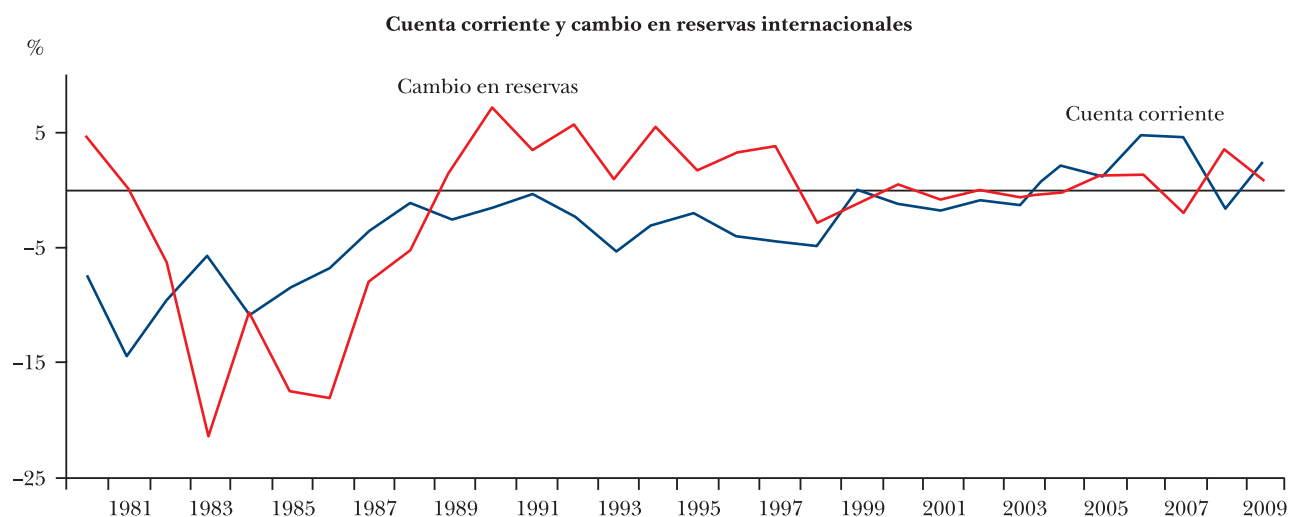
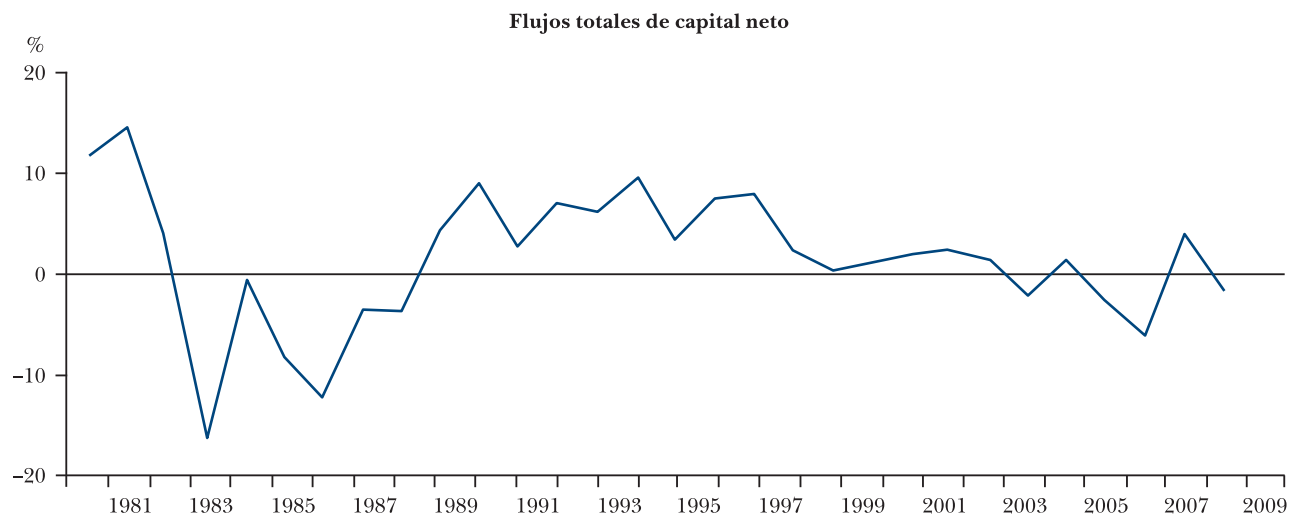
⁵ De hecho, en 2009 los flujos de capital a estos países fueron superiores a la cifra equivalente para el total de América Latina.

GRÁFICA IV. BRASIL, 1980-2009 (porcentaje del PIB)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.

GRÁFICA V. CHILE, 1980-2009 (porcentaje del PIB)



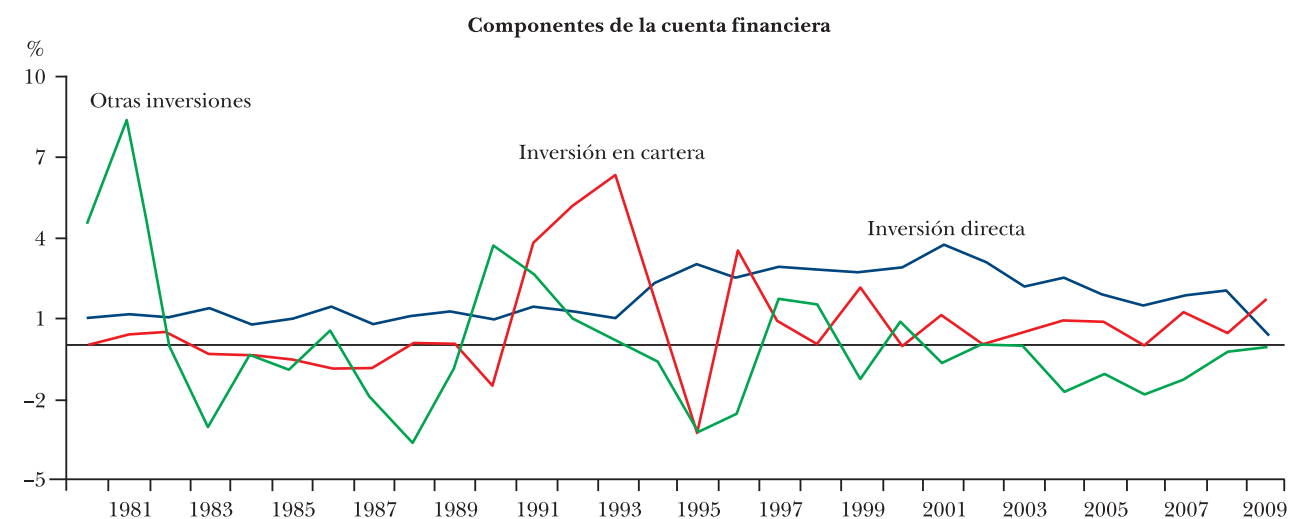
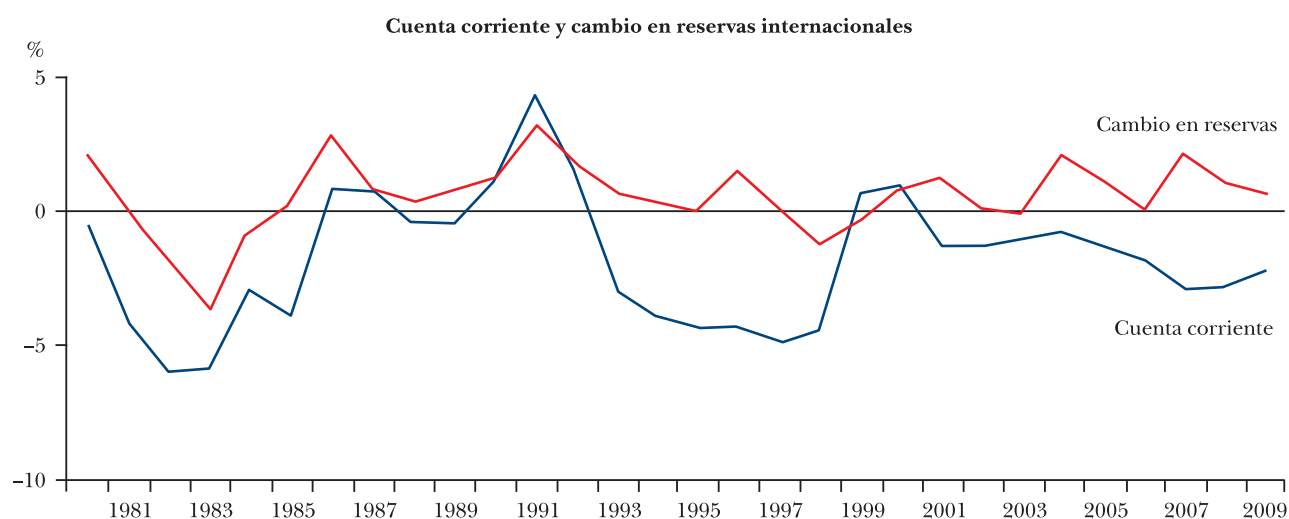
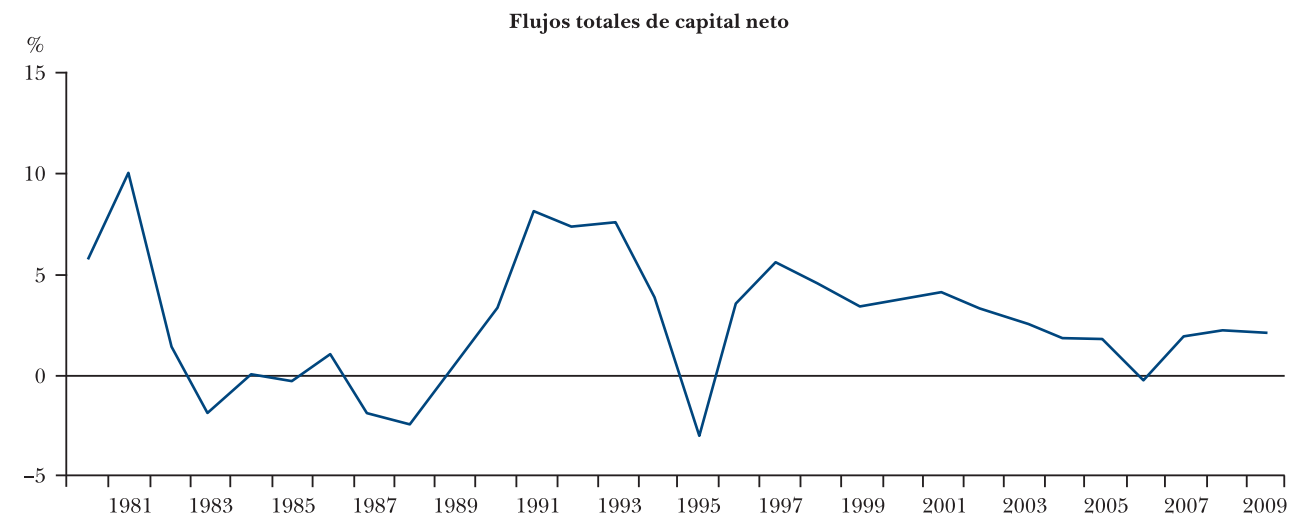
FUENTE: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.

GRÁFICA VI. COLOMBIA, 1980-2009 (porcentaje del PIB)



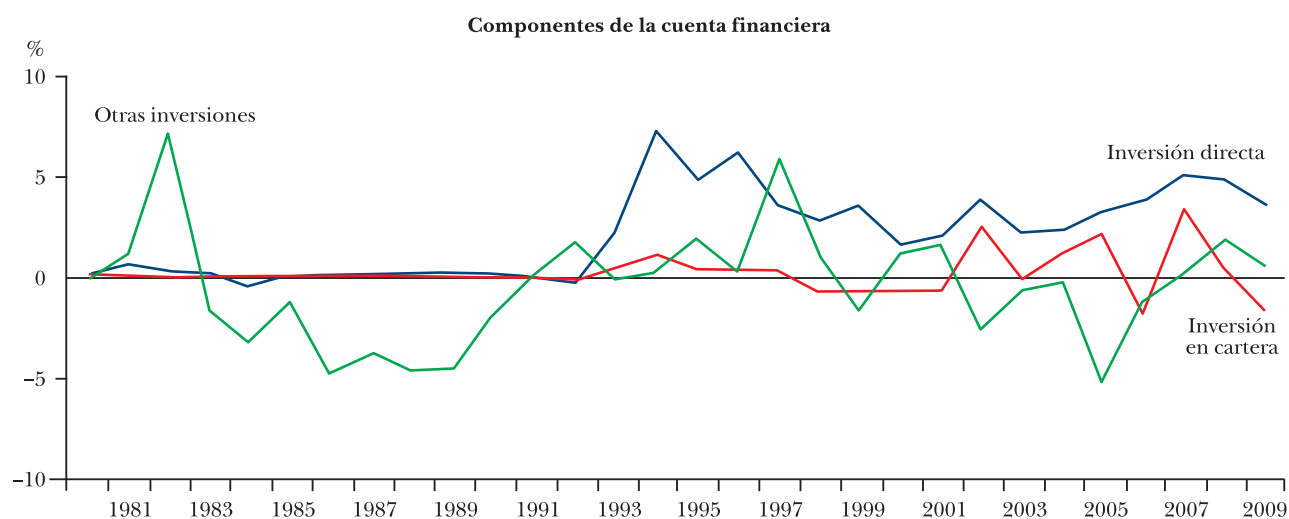
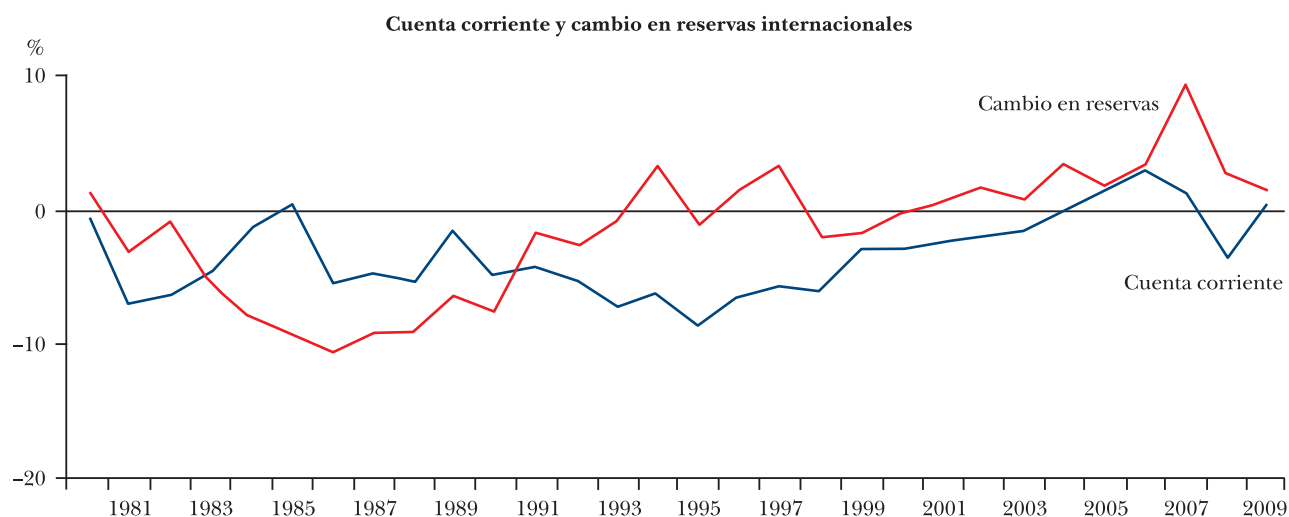
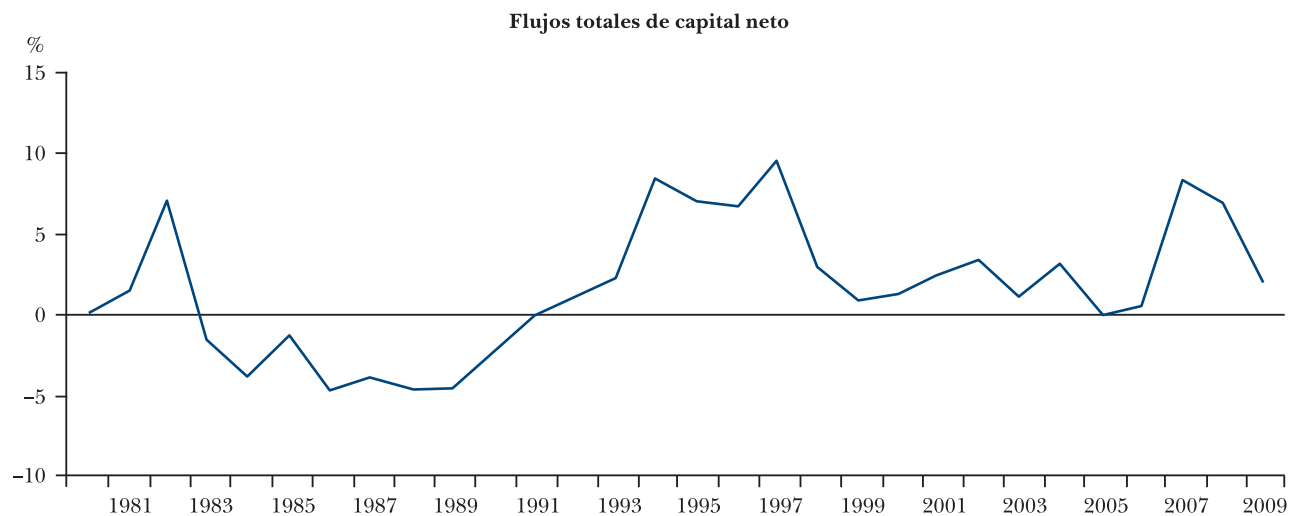
FUENTE: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.

GRÁFICA VII. MÉXICO, 1980-2009 (porcentaje del PIB)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.

GRÁFICA VIII. PERÚ, 1980-2009 (porcentaje del PIB)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.

Independientemente de si el tamaño de la entrada de capitales a América Latina en esta ocasión es similar o no a las de episodios anteriores, es importante preguntarse: ¿Está América Latina mejor preparada actualmente para hacer frente a los desafíos generados por la volatilidad de los flujos de capital externo? La respuesta a esta pregunta es claramente positiva. A este respecto, cabe señalar lo siguiente:

- El FMI creó en marzo de 2009 la Línea de Crédito Flexible (LCF). Esta facilidad está diseñada para países con políticas y fundamentos económicos fuertes, y con un récord sólido de implementación de políticas. Los criterios para evaluar las posibilidades de acceso a la LCF incluyen una posición externa sostenible, un nivel holgado de reservas internacionales, finanzas públicas sanas, la ausencia de problemas de solvencia bancaria y una efectiva supervisión del sector financiero, entre otros. Tanto a México como a Colombia se les ha otorgado la LCF, y existe la percepción generalizada de que Brasil, Chile y Perú la obtendrían si la solicitaran.
- Las principales agencias calificadoras han asignado grado de inversión a la deuda soberana de cuatro de los cinco países de América Latina antes señalados. En el año 2000, sólo una de estas economías había alcanzado ese nivel (ver cuadro 1).
- Es ampliamente aceptado que los tipos de cambio flexibles reducen la probabilidad de crisis. Estos regímenes desalientan la entrada de capitales especulativos, la acumulación de desequilibrios externos, y los efectos adversos sobre la actividad económica de las alzas de las tasas de interés que suelen acompañar a la defensa de un tipo de cambio fijo cuando las condiciones financieras empeoran. Hoy en día, todos los países considerados cuentan con regímenes de tipo de cambio flexible. En 1990 sólo uno de ellos operaba bajo este régimen (ver cuadro 2).

Cuadro 1
GRADO DE INVERSIÓN, 1995-2010

<i>País</i>	<i>1995</i>	<i>2000</i>	<i>2002</i>	<i>2008</i>	<i>2010</i>	<i>Perspectiva</i>
Brasil	-	-	-	√	√	Estable
Chile	√	√	√	√	√	Estable
Colombia	√	-	-	-	-	Positivo
México	-	-	√	√	√	Estable
Perú	-	-	-	√	√	Estable
Total	2	1	2	4	4	

FUENTE: Standard & Poor's.

^a Calificación de grado de inversión para la deuda soberana de largo plazo en moneda extranjera. Información al 15 de julio del 2010.

Cuadro 2
PAÍSES CON RÉGIMEN DE TIPO DE CAMBIO FLEXIBLE, 1980-2010

<i>País</i>	<i>1980</i>	<i>1985</i>	<i>1990</i>	<i>1995</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2005</i>	<i>2010</i>
Brasil	-	-	-	-	√	√	√	√
Chile	-	-	-	-	-	√	√	√
Colombia	-	-	-	-	-	√	√	√
México	-	-		√	√	√	√	√
Perú	-	-	√	√	√	√	√	√
Total	0	0	1	2	3	5	5	5

FUENTE: FMI, Exchange Arrangements & Exchange Restrictions, Annual Reports.

Por otra parte, según el FMI, "... en general, los sistemas financieros latinoamericanos están mejor preparados y son más resistentes que en el pasado porque debilidades anteriores, tales como la exposición a depreciaciones de la moneda o la dependencia del financiamiento externo se han reducido mucho, y se han acumulado montos importantes de capital".⁶ Sobre la base de un análisis llevado a cabo a mediados de 2009, el Fondo concluye que la mayoría de los sistemas bancarios de la región tienen coeficientes de capitalización muy por encima de las normas internacionales (una mediana de alrededor del 15%), bajas tasas de cartera vencida (mediana de 2.5%), altos rendimientos sobre su capital (mediana de 2% al año), posiciones equilibradas o positivas de activos extranjeros netos, y cocientes adecuados de liquidez (mediana de 20% del total de activos). En este contexto, no es sorprendente que ningún sistema bancario latinoamericano haya enfrentado una crisis durante el reciente episodio de turbulencia financiera mundial.

El estar mejor preparados para hacer frente a las entradas de capital no garantiza, por supuesto, que se van a aplicar las medidas adecuadas. La pregunta obvia es, entonces, ¿ha sido la respuesta de las economías latinoamericanas al reciente repunte de los ingresos de capital la correcta? Evidentemente, es muy difícil dar una respuesta precisa a esta pregunta. Sin embargo, se pueden hacer algunas observaciones de carácter general.

La mayoría de los analistas apoya la idea de que no existe una política *única* para hacer frente a entradas de capital elevadas y volátiles. Es ampliamente aceptado que, por lo general, los esfuerzos deben incluir una combinación de flexibilidad cambiaria, acumulación de reservas internacionales, ajustes en las políticas fiscal y monetaria, y medidas macroprudenciales.⁷ Además, la idea de que pueden haber circunstancias en las cuales los controles de capital formen parte de la respuesta política ha ganado aceptación. La mejor combinación de estos elementos dependerá de las características particulares de la economía (incluyendo elementos como la etapa del ciclo

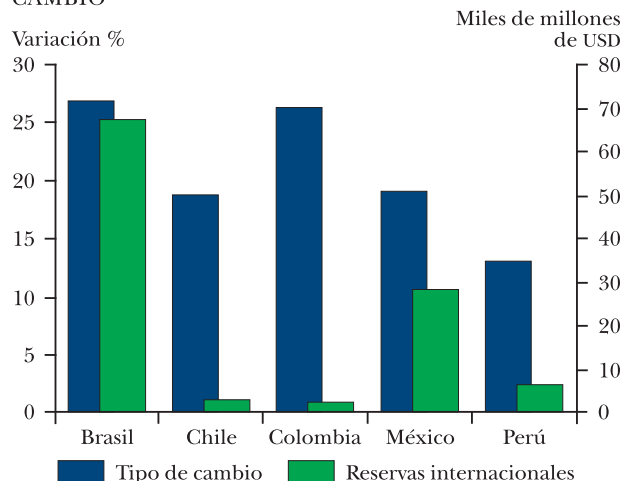
⁶ Ver FMI, *Economic Outlook, Western Hemisphere*, mayo del 2009.

⁷ Ver Jonathan D. Ostry *et al.*, *Capital Inflows: The Role of Controls*, 19 de febrero del 2010 (IMF Staff Position Note); versión en español "Entradas de capital: el papel de los controles", *Boletín del CEMLA*, vol. LVI, n° 1, enero-marzo de 2010, pp. 38-57; y Committee on the Global Financial System, *op. cit.*, p. 132.

económico, el grado de sobre/subvaluación del tipo de cambio, el nivel de reservas internacionales, etc.) y la naturaleza de los flujos de capital, entre otros factores.

La respuesta de los países latinoamericanos con vínculos más estrechos con los mercados financieros internacionales al reciente aumento de las entradas de capital (o al impacto de superávit en la cuenta corriente en el caso de Chile) se ha basado en una combinación de medidas.

GRÁFICA IX. RESERVAS INTERNACIONALES^a Y TIPO DE CAMBIO^b



FUENTES: Bancos centrales nacionales.

^a Variación del punto más bajo en 2009 al más alto en 2010 (en miles de millones de dólares). ^b Variación porcentual del nivel más depreciado en 2009 al más apreciado en 2010. Información al 15 de julio de 2010.

La gráfica IX muestra la evolución del tipo de cambio nominal y las reservas internacionales para estos países, de su punto más bajo/depreciado en el año 2009 a julio de este año. Como puede verse, todos ellos han reaccionado con la combinación de una apreciación del tipo de cambio nominal y una acumulación de reservas internacionales. Naturalmente, la respuesta de política en estas economías ha incluido otra serie de medidas, tales como el apretamiento de la política fiscal, la puesta en marcha de acciones macroprudenciales y en un caso la introducción de controles a los ingresos de capital.

A juzgar por las expectativas del mercado sobre el comportamiento de los principales agregados macroeconómicos, se puede argumentar que hasta el momento las medidas adoptadas han tenido éxito en el cumplimiento de los objetivos perseguidos. Como puede observarse en la gráfica X, las expectativas de

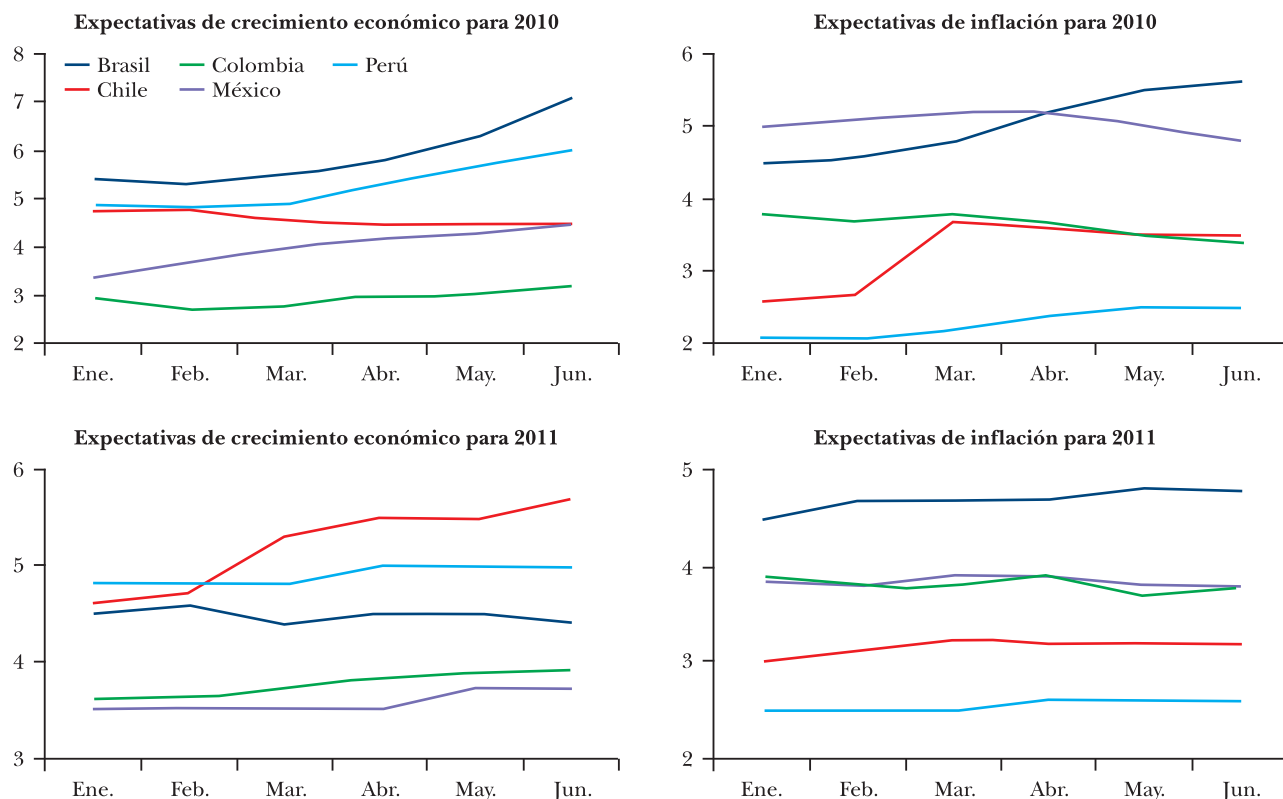
crecimiento económico para 2010 para el grupo de cinco países en análisis se han venido ajustando al alza, al tiempo que las expectativas de inflación se han mantenido relativamente estables, con la excepción de Brasil. Para 2011, los analistas proyectan una continuada expansión económica, con tasas de inflación en general menores a las esperadas para este año y con una trayectoria que se ha mantenido estable en todos los casos.

3. Consideraciones finales

Aunque el tamaño de los flujos de capital hacia América Latina no ha alcanzado recientemente las magnitudes observadas en episodios anteriores, los países más expuestos de la región están mejor preparados para hacer frente a estos flujos, y las medidas adoptadas hasta el momento parecen estar funcionando bien, es evidente que sería un error bajar la guardia:

- La situación económica internacional sigue siendo muy compleja y las proyecciones están sujetas a un grado de incertidumbre superior a lo normal.
- Además, la sensibilidad de los flujos de capital a condiciones cambiantes es muy alta y es probable que aumente aún más.
- Como muestra la experiencia reciente de Brasil, México y otras economías emergentes, la innovación financiera puede dar lugar a operaciones fuera del control de las autoridades, que tienen el potencial de conducir a sorpresas desagradables.
- Existe una amplia variedad de experiencias entre los países de la región.

GRÁFICA X. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y CRECIMIENTO ECONÓMICO



FUENTE: *Latin American Consensus Forecasts.*

Además, si América Latina recibiera una entrada considerable de capital en los próximos años, el desafío sería no sólo enfrentar sus consecuencias sobre la estabilidad macroeconómica y financiera, sino utilizarlos de forma productiva para incrementar el potencial de crecimiento de la región. La experiencia hasta ahora es desalentadora. En un estudio reciente del Banco Interamericano de Desarrollo sobre las ganancias y pérdidas de productividad con respecto a Estados Unidos para una muestra de 76 países, la mitad de los 20 peores resultados fueron para economías de América Latina y el Caribe.⁸ Según el estudio, un país típico de América Latina podría haber aumentado su ingreso per cápita en un 54% desde 1960, si su productividad hubiera crecido como la del resto del mundo durante el período. El documento concluye que más que inversiones adicionales, los países de la región deben hacer un mejor uso de sus acervos de capital físico y humano.

⁸ Ver Carmen Pagés-Serra (ed.), *La era de la productividad: cómo transformar a las economías desde sus cimientos*, Banco Interamericano de Desarrollo, junio del 2010.

CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS
Asociación Regional de Bancos Centrales

