

**LAS CORRIENTES DE CAPITAL
HACIA LOS PAÍSES EN
DESARROLLO DESDE UNA
PERSPECTIVA HISTÓRICA:
¿TERMINARÁ EL AUGE ACTUAL
EN UN COLAPSO?**



DOCUMENTO DE INVESTIGACIÓN

37

LAS CORRIENTES DE CAPITAL HACIA LOS PAÍSES EN DESARROLLO DESDE UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA: ¿TERMINARÁ EL AUJE ACTUAL EN UN COLAPSO?

Yilmaz Akyüz*

CENTRO DEL SUR

MARZO DE 2011

* Economista principal del Centro del Sur y ex Director de la División de Globalización y Estrategias de Desarrollo de la UNCTAD en Ginebra. Este Documento de Investigación se basa en una versión anterior presentada durante el taller sobre la económica mundial, el cambio climático y el desarrollo sostenible llevado a cabo conjuntamente con la Reunión del Consejo de Representantes y de la Junta del Centro del Sur celebradas el 26 de enero de 2011 en el Palacio de las Naciones Unidas en Ginebra. Agradezco sinceramente a Y. Venugopal Reddy, Martin Khor, Richard Kozul-Wright, Michael Mah-Hui Lim y a los participantes del seminario celebrado en el DAES el 1 de marzo de 2011 en el que se examinó una versión anterior de este documento, a Rob Vos, Butch Montes, Alex Izurieta y a otros colegas por sus observaciones y sugerencias y a Xuan Zhang del Centro del Sur por su ayuda en la recopilación de los datos utilizados en este documento. Aplican las salvedades habituales. Última revisión: 14 de marzo de 2011.

A. INTRODUCCIÓN

Una característica inusual de la crisis financiera mundial es que para las economías en desarrollo y emergentes (EDE) la crisis no parece guardar relación con las finanzas. En efecto, mientras que numerosas economías avanzadas siguen haciendo frente a la deflación de la deuda, la austeridad financiera y a la amenaza de insolvencia de la deuda soberana y privada, el problema financiero de la mayoría de las EDE son las burbujas de activos y de crédito y la presión al alza sobre sus monedas. Excepción hecha de una breve interrupción a finales de 2008 y principios de 2009, las EDE han seguido recibiendo importantes ingresos de capital en gran parte porque las principales economías avanzadas han respondido a la crisis debida al exceso de liquidez y de endeudamiento generando cantidades aún mayores de liquidez para rescatar a las instituciones financieras en problemas, aumentar los precios de los activos y bajar los tipos de interés con el fin de estimular el gasto privado y promover las exportaciones. Esta situación aún no ha provocado un aumento considerable de los créditos a las empresas y a los consumidores en las economías avanzadas, pero ha dado lugar a una búsqueda de rentabilidad en las EDE con unos tipos de interés considerablemente más altos y mejores perspectivas de crecimiento. La combinación de unos tipos de interés bajos y expansión monetaria en las economías avanzadas; el rápido crecimiento de las EDE, en particular de China como principal importador mundial de productos básicos, y una renovada especulación en los futuros de productos básicos, ha dado lugar también a un nuevo auge de los precios de los productos básicos.

El aumento súbito de las entradas de capital se ha encontrado con una proliferación de reglamentaciones y controles en las EDE. Este recurso generalizado a los controles es algo nuevo y de hecho, habría resultado impensable hace apenas diez años cuando varias EDE contaban con todo tipo de entradas de capital para mantener controlada la inflación y/o sostener el crecimiento.

¿Qué ha cambiado? No cabe duda de que la situación de la balanza de pagos de las EDE está en condiciones mucho más fáciles que hace diez años. Sin embargo, incluso algunos países con déficits por cuenta corriente se rehúsan a adoptar ahora un enfoque de no interferencia en relación con las entradas de capital. La razón es que el capital financiado con dinero barato en las economías avanzadas está llegando a las EDE no tanto para crear activos productivos como para obtener beneficios rápidos, adquirir las empresas existentes y tomar el control de los recursos naturales. Además, la experiencia demuestra que estas corrientes son reversibles, en particular cuando las impulsan factores de estímulo dimanantes de políticas y condiciones macroeconómicas en las principales economías avanzadas. Los beneficios a corto plazo generados por estas corrientes se ven neutralizados con creces por los costos en los que se incurre como resultado de las conmociones financieras y la contracción económica que puede causar su salida rápida. Esta es igualmente la razón principal por la que el Fondo Monetario Internacional (FMI) ha tenido que reconocer, lo quiera o no, que los controles de capital son instrumentos legítimos de política (Akyüz 2010c).

La historia de la posguerra ha sido testigo recientemente de tres ciclos generalizados de auge y colapso en las corrientes de capital privado hacia las EDE que han infligido grandes reveses al desarrollo. El primer ciclo comenzó a finales de la década de los setenta y finalizó con una crisis de la deuda en América Latina a principios de la década de los

ochenta. Tras el segundo auge de principios de la década de los noventa sobrevino una crisis de la balanza de pagos y de la deuda en Asia Oriental, América Latina y otras partes del mundo. El tercer ciclo comenzó en los primeros años del nuevo milenio y terminó en la segunda mitad de 2008 con la crisis de las hipotecas de alto riesgo. A este colapso le siguió un nuevo auge, el cuarto en la época de la posguerra, que comenzó en la primera mitad de 2009 y continúa aún con fuerza a principios de 2011.

Una característica común de estos ciclos es que todos comenzaron en situaciones de rápida expansión de la liquidez y bajos tipos de interés en los principales países emisores de monedas de reserva, en especial en los Estados Unidos. Sin embargo, los auges terminaron de manera algo diferente en episodios distintos. El primer auge llegó a su fin cuando la política monetaria en los Estados Unidos dio un brusco viraje y se volvió sumamente restrictiva, lo que produjo una subida de los tipos de interés y una recesión a principios de los años ochenta. El segundo auge terminó con un cambio repentino en la voluntad de los prestamistas internacionales de mantener una exposición al riesgo en Asia Oriental. El deterioro de la posición externa de los países receptores debido a los efectos de las corrientes de capital en sí, a la pérdida de competitividad como resultado de las conmociones externas y a unas condiciones financieras mundiales más estrictas fueron algunas de las causas de este rápido cambio de situación. El tercer colapso tuvo lugar igualmente debido a conmociones externas al agravarse la crisis de las hipotecas de alto riesgo y en particular, por el colapso de Lehman Brothers, lo que provocó una mayor aversión al riesgo y la búsqueda de seguridad financiera.

El auge actual de las entradas de capital ha creado o aumentado los desequilibrios macroeconómicos y la fragilidad financiera en varios países receptores debido en gran parte a que estos países no han tomado medidas decididas para frenarlas. En EDE con déficit como el Brasil, la India, Sudáfrica y Turquía las monedas se están apreciando ahora incluso más rápidamente que en economías con superávit y sus países dependen de las corrientes de capital para financiar sus crecientes déficits por cuenta corriente. Cabe señalar igualmente que muchas de las economías que han logrado mantener situaciones favorables de la balanza de pagos hacen frente a burbujas internas de crédito y de activos. Ambos grupos de países están expuestos ahora a mayores riesgos de inestabilidad de lo que fue el caso durante el desastre de las hipotecas de alto riesgo.

Sigue siendo bastante incierto cómo y cuándo terminará el auge actual. Resulta casi imposible predecir el factor tiempo en la interrupción o en la inversión de los auges y los factores que pueden desencadenarlos, pese a que se puede determinar con un razonable grado de certeza que las condiciones que impulsan el aumento súbito de las corrientes de capital son insostenibles. No cabe duda de que las condiciones que impulsan el aumento súbito actual de las corrientes de capital, en particular los tipos de interés históricamente bajos en las economías avanzadas, no pueden sostenerse indefinidamente aunque puede que continúen en el futuro inmediato. Puede que estas corrientes terminen por detenerse bien sea porque los Estados Unidos abandonen su política de dinero fácil o por causa de un acontecimiento que provoque una aversión extrema al riesgo en los mercados financieros y la búsqueda de seguridad, como por ejemplo, una crisis financiera o de la balanza de pagos en una importante economía emergente o mayores presiones inflacionarias de los mercados de productos básicos.

Los Estados Unidos se encuentran actualmente en una situación similar a una deflación y la Reserva Federal busca crear inflación en los mercados de bienes y de activos

por medio de una decidida distensión monetaria. Pero estas políticas están avivando el auge de los precios de los productos básicos y la expansión del crédito en las EDE. Si los precios de los productos básicos siguen aumentando como resultado de un fuerte crecimiento de la economía china y se mantienen bajos los tipos de interés y la expansión rápida de la liquidez en los Estados Unidos, si siguen la creciente especulación en los futuros de productos básicos y la inestabilidad política en el Oriente Medio y África del Norte, la Reserva Federal puede terminar por hacer frente a la inflación, pero no al tipo de inflación que busca. En tal caso, el auge de las corrientes de capital y de los mercados de productos básicos puede terminar de la misma manera como acabó el primer auge de la posguerra a principios de los años ochenta: mediante una aplicación abrupta de políticas monetarias restrictivas en los Estados Unidos incluso antes de que la economía se recupere completamente de la crisis de las hipotecas de alto riesgo.

Otra posibilidad es que el auge de los precios de los productos básicos y de las corrientes de capital termine a causa de una desaceleración del crecimiento de la economía china. Esta economía sufre actualmente un sobrecalentamiento que ha provocado un rápido aumento de los precios de los mercados tanto de productos como de activos financieros, como resultado de la combinación de los efectos de un programa masivo de estímulo de la inversión en infraestructura financiado por créditos baratos y del aumento rápido de las corrientes de capital. Las políticas monetarias restrictivas diseñadas para enfriar la economía podrían ralentizar considerablemente su crecimiento, en especial si revientan las burbujas del crédito y de la inversión en el mercado inmobiliario y reducen considerablemente la demanda de productos básicos. Esta situación, unida a un exceso de oferta generado durante el auge y a la salida de grandes cantidades de dinero de los futuros de productos básicos podría provocar una fuerte disminución de los precios de los productos básicos que haría inviable la inversión en economías con abundancia de productos básicos y traería consigo el incumplimiento de los préstamos, una aversión extrema al riesgo y la búsqueda de seguridad financiera.

Independientemente de la manera como termine el aumento actual de las corrientes de capital muy posiblemente coincidiría con un cambio en la situación del incremento de los precios de los productos básicos. En este caso, las EDE más vulnerables serían aquellas que han estado aprovechando el doble beneficio de la expansión mundial de la liquidez, es decir, el auge de los precios de los productos básicos y de las corrientes de capital. La mayoría de estas EDE se encuentran en América Latina y en África y algunas de ellas han estado presentando crecientes déficits por cuenta corriente pese a la buena situación de los productos básicos. Es interesante señalar que México, el primer país en crisis a principios de los años ochenta, también había disfrutado del doble auge del periodo precedente: la escalada de los precios del petróleo y la expansión masiva de los préstamos bancarios internacionales.

En el presente documento se examinan las causas, la naturaleza y los efectos del auge actual de las corrientes de capital desde una perspectiva histórica y las posibles consecuencias de un cambio de situación. El análisis se centrará en las corrientes de capital privado hacia las EDE tanto hacia los países en desarrollo según la definición tradicional de los mismos, como hacia las economías emergentes de Europa Central y Oriental y la Comunidad de Estados Independientes a los que se les clasifica ahora dentro de la misma categoría de riesgos de inversión que a los países en desarrollo. Sin embargo, a efectos de una comparación histórica, también se presentarán los datos correspondientes a los países en

desarrollo solamente². Se hará una distinción entre las entradas de capital de los no residentes y las salidas de capital de los residentes. Por *entradas de capital* se entiende la adquisición de activos internos por parte de no residentes privados mientras que la venta de activos se define como entradas negativas. Por *salidas de capital* se entiende la adquisición de activos externos por parte de residentes privados, como empresas y particulares extranjeros que han establecido su residencia en EDE y las ventas se definen como salidas negativas. Por *Corrientes netas de capital privado* se entiende la diferencia entre las entradas netas y las salidas netas de capital³.

En la sección B se hace un breve examen de los dos primeros ciclos de auge y colapso. En la sección C se examina el flujo de las corrientes de capital privado hacia las EDE en el nuevo milenio, incluidos los factores que dieron lugar al aumento súbito de las entradas de capital anteriores al colapso de Lehman Brothers, la breve recesión posterior y las razones de la rápida recuperación. En la sección D se demuestra que los factores que han dado lugar a las variaciones en las corrientes de capital han contribuido también considerablemente a las fluctuaciones fuertes de los precios de los productos básicos desde los primeros años del decenio de 2000. La sección E está dedicada a un examen de la naturaleza, la composición y el destino de las recientes corrientes de capital y se establece una comparación con ciclos anteriores y se analizan igualmente sus repercusiones en la vulnerabilidad de las EDE a los riesgos de inestabilidad y de crisis. En la sección F se analizan los efectos de las corrientes de capital sobre los tipos de cambio, las cuentas corrientes y los mercados de activos de las EDE en años recientes. Posteriormente, en la sección G, se abordan los factores que podrían poner fin al auge actual y la amenaza que suponen para diferentes categorías de EDE la interrupción repentina del auge o una inversión de la situación. Tras un breve examen de las medidas de respuesta de las EDE a los aumentos súbitos de las corrientes de capital, se concluye en este documento que estas economías necesitan unas medidas más fuertes, integrales y permanentes de control a fin de contener la aparición de fragilidad y de desequilibrios que a la postre podrían costarles muy caro si el auge termina en un colapso.

² Muchas de las economías emergentes de Europa Central y Oriental y de la Comunidad de Estados Independientes no existían como Estados independientes antes de los años noventa. Las EDE corresponden aquí a lo que en sus Perspectivas de la Economía Mundial (octubre de 2010) el FMI llama “países en desarrollo y emergentes” además de las economías recientemente industrializadas como Hong Kong (China), Corea, Singapur y la Provincia china de Taiwan. Hasta octubre de 2009 el FMI incluía en sus Perspectivas de la Economía Mundial a las economías recientemente industrializadas entre los “países en desarrollo y emergentes”, pero ahora refiere a éstas como economías avanzadas.

³ En este estudio se usan datos tanto del FMI como del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF). Estos datos difieren en los países abarcados, la metodología y la clasificación de las corrientes de capital. Los datos del FMI incluyen a todas las EDE tal como han sido definidas supra, mientras que los del IIF incluyen a las 30 principales economías emergentes. Los datos del FMI son más completos igualmente en términos de cobertura. Los datos del FMI se organizan en torno a tres categorías: inversiones directas, inversiones de cartera y otras inversiones. El IIF hace la distinción entre valores de cartera y de deuda tanto para las entradas como para las salidas de capital. En relación con las entradas se hace una distinción adicional entre las inversiones directas y de cartera y entre préstamos comerciales bancarios y no bancarios. Las comparaciones históricas en este documento se basan en la información del FMI, mientras que para las comparaciones de periodos más recientes se utilizan ambos conjuntos de datos.

B. CONCLUSIONES

Ahora que lo peor parece haber pasado ya, las economías avanzadas, en particular los Estados Unidos, están transmitiendo fuertes impulsos desestabilizadores a las EDE por medio de las corrientes de capital desencadenadas por sus respuestas egocéntricas a la crisis. En numerosas economías emergentes importantes se están formando burbujas en los mercados de activos e inmobiliarios, el valor de las monedas ha aumentado y los déficits han adquirido mayores proporciones. Las EDE deben tomar medidas mucho más decididas a fin de evitar los daños que podrían infligirles este tipo de corrientes de capital no deseadas e introducir un sistema de control integral y eficaz.

Las EDE en su conjunto han estado presentando un excedente de cuenta corriente y no necesitan capital de las economías avanzadas para su financiación externa. De hecho, han estado reciclando sus superávits dobles en las economías avanzadas mediante la inversión en monedas de reserva. Sin embargo, numerosas EDE han estado presentando déficits estructurales y dependen de las entradas de capital para financiar sus importaciones, inversiones y crecimiento. Por lo tanto, es necesario introducir mecanismos fiables y estables tanto regionales como mundiales entre los países del Sur para que los países con superávit reciclen sus excedentes en los países con déficit sin pasar por Wall Street o por La City.

Por último, las dificultades actuales creadas por la inestabilidad de las corrientes de capital y de los precios de los productos básicos demuestran una vez más que el sistema monetario y financiero internacional necesita reformas urgentes. Es menester igualmente encontrar formas y medios de evitar que los principales países emisores de reservas adopten políticas de empobrecimiento del vecino y transmitan impulsos desestabilizadores a otros países. El sistema internacional de reservas debería ser objeto de reforma a fin de que la estabilidad monetaria y financiera mundial no dependa del arbitrio de las políticas egoístas de un solo país que goza de “privilegios exorbitantes”. También debería ponerse claramente sobre la mesa la cuestión de la especulación en productos básicos para dejar de poner en juego los medios de subsistencia de los segmentos más pobres de la población mundial y promover la seguridad alimentaria y energética.