

# El dilema de Tošovský

## Los movimientos de capital en los países en transición

Los países en transición que abren su economía a los mercados mundiales de capital son como ciudadanos honrados en un mundo peligroso: se exponen a los efectos de grandes flujos de capital, potencialmente erráticos que, sin embargo, no deberían contemplarse como fenómenos desestabilizadores de carácter excepcional. Se trata de factores intrínsecos al proceso de transición, y por lo tanto deben tenerse en cuenta en la formulación de las políticas.

**Leslie Lipschitz, Timothy Lane  
y Alex Mourmouras**



**Hecho estilizado número uno:** Las divisas de los países en transición más avanzados de Europa central y oriental han experimentado una acusada apreciación real frente a las de sus vecinos industrializados. A menos que las tasas de interés reales de estos países en transición se mantengan en niveles relativamente bajos, la apreciación de su moneda podría muy bien atraer una gran afluencia de capital, de tal envergadura que podría desbordar los esfuerzos desplegados por las autoridades para estabilizar la economía, reducir la inflación y recortar el déficit de la balanza en cuenta corriente.

**Hecho estilizado número dos:** La razón entre los factores capital y trabajo es mucho menor en los países en transición que en sus vecinos occidentales más desarrollados. La escasez de capital físico, unida a una dotación bastante ventajosa de mano de obra calificada y de infraestructuras, implica que, para equilibrar el ahorro y la inversión, es necesario que la tasa de interés real sea relativamente alta. Si las tasas de interés son bajas, la inversión excederá con mucho al ahorro, lo que estimulará la inflación y contribuirá a aumentar el desequilibrio de la balanza en cuenta corriente.

El conflicto que se produce entre la tasa de interés real baja de equilibrio derivada del hecho estilizado número uno y la alta tasa de interés real de equilibrio derivada del hecho estilizado número dos constituyen el punto de partida de los debates que se plantean a continuación y dan lugar a un difícil dilema para la política eco-

nómica. Este dilema se planteó por vez primera a mediados de los años noventa, en las conversaciones con el entonces Gobernador del Banco Nacional Checo, Josef Tošovský. Desde entonces, los analistas del FMI que trabajaban en este campo se han referido a ello como el “dilema Tošovský”. El mercado podría resolver este dilema estableciendo primas de riesgo para las inversiones que se realicen en las economías en transición. Pero, dado que dichas

Cuadro 1

### Fuertes apreciaciones de la moneda

Las fuertes apreciaciones del tipo de cambio real fueron el factor determinante de los notables incrementos del PIB real en los países de Europa central y oriental, medidos en términos de marcos alemanes<sup>1</sup>.

(Variación porcentual acumulada)

1992–1997			1997–2002 <sup>2</sup>		
PIB real	PIB DM	ARM	PIB real	PIB DM	ARM
7,0	177,7	147,3	18,6	66,9	34,5

Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, varios años (Washington).

<sup>1</sup>Los países de Europa central y oriental son: Bulgaria, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Polonia, Rumania, República Checa y República Eslovaca. PIB-DM representa el PIB de los países de Europa central y oriental medido en términos de marcos alemanes. ARM es la apreciación real de las monedas de Europa central y oriental frente al marco alemán.

<sup>2</sup>Estimaciones y proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* para los años 2001–02.

primas tienen, a veces, un comportamiento errático y son, en cualquier caso, sensibles a factores ajenos al control de las autoridades, los flujos de capital pueden desbordar los intentos por estabilizar la economía.

## Aumento de las cotizaciones

En el cuadro 1 se ilustra el hecho estilizado número uno: una apreciación real sostenida de las monedas de los países en transición más avanzados frente a las monedas de Europa occidental. Los datos muestran que el crecimiento acumulado del PIB en 10 países de Europa central y oriental avanzados en el proceso de transición es moderado si se mide en términos reales convencionales, pero es elevado si se mide en marcos alemanes (la mayor parte del período que abarca el estudio es anterior a la introducción del euro). Esta diferencia —que se debe, principalmente, a una apreciación real muy considerable frente al marco alemán— es más acusada en los primeros cinco años de la transición, aunque sigue siendo notable durante el segundo lustro.

Son dos las explicaciones de esta tendencia a la apreciación real, que la describen como de naturaleza equilibradora:

- El valor real de la moneda podría haber sido muy bajo al inicio de la transición, como consecuencia de la desaparición del mercado soviético tradicional y de la falta de penetración en los mercados occidentales de una difusión de las marcas propias en dichos mercados. Es lógico que la superación de estos obstáculos dé lugar a una cierta apreciación real tendencial.

- Dada la exposición del sector de bienes comerciables a los mercados occidentales, y quizá también a la inversión extranjera directa y a las transferencias de tecnología, la productividad de este sector es probablemente mayor que la del sector de bienes no comerciables. Este desequilibrio producirá una presión equilibradora sobre el precio relativo de los bienes no comerciables (y, por lo tanto, sobre el tipo de cambio real) tanto a través de las presiones de los salarios como de la demanda.

Una apreciación persistente afecta a las tasas de interés nacionales a través de la llamada condición de paridad de intereses: es decir, olvidando por un momento las primas de riesgo, la apre-

ciación real tendencial de una moneda de Europa central y oriental frente al euro significaría que la tasa de interés real es más baja para la moneda del país en transición que para el euro. Si las tasas de interés reales fueran iguales o más altas en el país en transición, el dinero saldría de la zona del euro para entrar en dicho país y obtener las ganancias que entraña la apreciación, lo que se denomina flujos sometidos al arbitraje de las tasas de interés.

Por ejemplo, la tasa de interés real de equilibrio en Polonia debería ser igual al de Alemania menos la apreciación real prevista del zloty. Si la tasa de interés real en Alemania es del 2½ % y se prevé una apreciación media del zloty del 6% en términos reales, desde el punto de vista de los flujos internacionales sometidos a arbitraje, la tasa de interés real de equilibrio del zloty polaco debería ser de -3½ %. Una tasa más alta atraería una gran afluencia de capital, lo que provocaría una presión a la baja sobre la tasa de interés (en un régimen de tipo de cambio fijo) o bien una presión al alza sobre la moneda (en un régimen de tipo de cambio flotante).

Los datos utilizados en este ejemplo coinciden, a grandes rasgos, con los del cuadro 2, que muestra las tasas de interés reales efectivas medias correspondientes a un período de cinco años y las que, *ex post*, habrían sido coherentes con la paridad de intereses. En la mayoría de los casos, las tasas de interés efectivas fueron mucho más altas que las calculadas a partir de la paridad de intereses, lo que probablemente se deba a la percepción del riesgo en relación con las inversiones y a las restricciones o imperfecciones de los mercados financieros. No obstante, las autoridades monetarias de diversos países han sido conscientes de las limitaciones que imponía este mecanismo sobre su capacidad para elevar las tasas de interés sin exponerse a una gran afluencia de capital o a una fuerte presión al alza sobre el tipo de cambio.

## Escasez de capital e inversiones

En cuanto al hecho estilizado número dos, sabemos que la dotación de capital de los países de Europa central y oriental es mucho menor que la de los países desarrollados de Europa occidental. Cuanto menor es la razón entre los factores capital y trabajo (o entre producción y trabajador) con respecto a Europa occidental, mayor es la productividad marginal relativa del capital y más alta la tasa de interés real de equilibrio de una economía cerrada. Así pues, aunque la tasa de interés real de equilibrio del país en transición sea más baja que la de Europa occidental, partiendo de la condición de paridad de intereses anteriormente descrita, la diferencia en la dotación de capital significa que la tasa de interés real nacional para una economía cerrada es mucho más alta que la de Europa occidental.

Conceptualmente, resulta sencillo calcular el producto marginal relativo del capital (véase cuadro 3).

La columna 1 indica el PIB por trabajador de las economías de Europa central y oriental expresado como porcentaje del PIB por trabajador en

Cuadro 2

### Tasas de interés

En general, las tasas de interés reales de los países de Europa central y oriental fueron más altas que las que implica la paridad de intereses.

	Tasa de interés real efectiva <sup>1</sup>	Apreciación real de la moneda <sup>2</sup>	Paridad de tasas de interés reales <sup>3</sup>
Bulgaria	-10,4	8,5	-5,8
Eslovenia	-5,1	2,3	-0,1
Estonia	-6,2	10,1	-7,2
Hungría	3,1	2,4	-0,3
Letonia	3,4	11,4	-8,3
Lituania	8,8	14,5	-10,8
Polonia	4,4	5,8	-3,4
Rumania	21,7	4,1	-1,9
República Checa	-2,0	4,9	-2,6
República Eslovaca	7,4	4,4	-2,1

Fuente: FMI, *International Financial Statistics* (varios años) y cálculos del personal del FMI.

<sup>1</sup>Las referencias son las tasas de interés de la deuda pública a corto plazo para todos los países, salvo Estonia, la República Checa y la República Eslovaca, para los que se utiliza la tasa de interés de los depósitos bancarios.

<sup>2</sup>Tasa anual promedio, diciembre de 1994 a diciembre de 1999.

<sup>3</sup>Calculada utilizando la tasa media de interés real de Alemania del período comprendido entre diciembre de 1994 y diciembre de 1999.

Alemania. Así, la columna 2 indica el producto marginal relativo de capital: por ejemplo, el producto marginal de capital en la República Checa equivale a tres veces y media el de Alemania.

Por supuesto, estas cifras pueden resultar un tanto confusas. Si este modelo se ajustase de algún modo a la realidad, la tasa de rentabilidad del capital en los países en transición sería mucho más alta que la de Europa occidental. Si las economías en transición fuesen economías cerradas, las tasas de interés real necesarias para equilibrar el ahorro y la inversión serían muy elevadas. Dado que estas economías son abiertas y relativamente pequeñas en relación con los mercados internacionales de capital, debería producirse una gran afluencia de capital.

La columna 3 ilustra el otro caso extremo, suponiendo que se produzca un ajuste sin fricciones en un año (es decir, que a finales de año el volumen de capital inyectado hubiera sido de tal magnitud que el producto por trabajador en el país en transición aumentara hasta igualar los niveles de Alemania): los flujos de capital oscilan entre el 150% y más del 800% del PIB anual anterior a la entrada de capital. Aunque los cálculos sean cuestionables, la magnitud de las cifras es tan grande que resulta imposible cuestionar el resultado. El diferencial entre las razones capital-trabajo y producción-trabajo correspondientes a Europa occidental y los países en transición es de tal calibre que la tasa de interés real de equilibrio nocional (de una economía cerrada) es muy alta en relación con Europa occidental, y los flujos de capital de equilibrio de gran cuantía si no se ponen impedimentos a su entrada.

## El dilema de política económica

Las dos vertientes del debate presentan, hasta el momento, un dilema imposible para la política económica. Las condiciones de arbitraje de los tipos de interés parecen indicar que si la autoridad monetaria del país en transición fija las tasas de interés *ex ante* en niveles lo suficientemente altos para reflejar la escasez de capital

real en el país (véase cuadro 3), se producirá una gran afluencia de capital (para beneficiarse del diferencial de las tasas de interés reales). Estas entradas en la balanza de capital provocarán un déficit en cuenta corriente de igual magnitud. Si la autoridad monetaria nacional fija las tasas de interés en niveles suficientemente bajos para evitar la afluencia de capital, las tasas de interés se reducirán por debajo del producto marginal del capital hasta el punto de generar un notable desequilibrio entre ahorro e inversión y un enorme déficit por cuenta corriente. En ambos casos, cualquier forma de restricción financiera quedará desbordada y se registrará un déficit por cuenta corriente igualmente elevado.

El problema existe, independientemente de cuál sea el régimen cambiario vigente. Aunque las autoridades traten de esterilizar los efectos monetarios, esas medidas serán costosas y, en última instancia, infructuosas. Por lo tanto, la economía tendrá una fuerte liquidez, las tasas de interés bajarán forzosamente situándose por debajo de la tasa de rentabilidad real del capital y el enorme desequilibrio entre el ahorro interno y la inversión generará un gran déficit por cuenta corriente. En un régimen de tipo de cambio flotante, los incipientes flujos de capital conducirán irremediabilmente a una apreciación del tipo de cambio con resultados similares para la balanza en cuenta corriente.

## Una solución de mercado

En el mundo real la situación no es tan terrible. Aunque la afluencia de capital haya sido en ocasiones considerable, el cuadro 2 indica que no reflejan por completo el diferencial de tipos de interés. ¿Cómo explicar este fenómeno? La causa radica parcialmente en las fricciones, restricciones e imperfecciones de los mercados, pero la solución de mercado podría pasar por la aplicación de primas de riesgo.

Imaginemos la situación ideal más simple: el mercado fija primas de riesgo que son muy sensibles a los déficit por cuenta corriente. En este caso, todos los países, independientemente de su tamaño en relación con los mercados financieros mundiales, se enfrentan a un flujo creciente de fondos. Así, por ejemplo, con una balanza en cuenta corriente equilibrada, las entradas iniciales de capital serían elevadas y la política monetaria interna muy poco independiente. Pero a medida que se producen las entradas de capital y aumenta el déficit en cuenta corriente, la prima de riesgo se incrementa, lo que permite que las tasas de interés nacionales aumenten por encima de las internacionales. Al final del proceso, y una vez alcanzado cierto nivel de equilibrio en el déficit por cuenta corriente la prima de riesgo es lo suficientemente alta para que las autoridades decidan fijar una tasa de interés que permita equilibrar el ahorro y la inversión.

Si las primas de riesgo se determinasen como en este supuesto, la situación sería ideal. Los países en transición aspirarían a la convergencia real (es

Cuadro 3

### Escasez de capital

La dotación de capital y el producto per cápita son mucho menores en los países de Europa central y oriental que en Europa occidental, lo que implica la posibilidad de que se produzca una gran afluencia de capital a la región.

	PIB por trabajador <sup>1</sup>	Producto marginal relativo del capital <sup>2</sup>	Entradas de capital potenciales <sup>3</sup>
Bulgaria	22,9	19,1	753
Eslovenia	72,8	1,9	147
Estonia	31,1	10,3	543
Hungría	55,7	3,2	259
Letonia	20,9	22,9	825
Lituania	28,5	12,3	596
Polonia	38,6	6,7	425
Rumania	26,9	13,8	634
República Eslovaca	42,2	5,6	381
Mediana	34,9	8,5	484
Mínimo	20,9	1,9	147
Máximo	72,8	22,9	825

Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, y Banco Mundial, *World Development Indicators (WDI)*, varios años.

<sup>1</sup>En porcentaje del PIB alemán por trabajador (base paridad del poder adquisitivo).

<sup>2</sup>Función de producción Cobb-Douglas.

<sup>3</sup>En porcentaje del PIB inicial (anterior a la entrada de capital).

decir, a la convergencia de las razones capital-trabajo y de niveles de productividad) con una asistencia óptima de los mercados financieros mundiales.

Pero en el mundo real no es así. En la práctica, las primas de riesgo dependen de una amplia gama de variables, algunas muy obvias (la evolución económica, financiera y política interna), otras ajenas a la influencia interna (como la situación imperante en los mercados financieros mundiales) y otras aparentemente erráticas (efectos de arrastre, de contagio y similares).

## A modo de conclusión

¿Qué podemos aprender de todo esto? Sabemos que existen mecanismos reales, endémicos en el proceso de convergencia, que hacen que las economías en transición sean muy sensibles a la situación de los mercados internacionales de capital y limitan la independencia monetaria nacional. También sabemos que, por tratarse de mecanismos reales y no nominales, la elección del régimen cambiario no resolverá el problema (aunque, como analizaremos más adelante, dicha elección podría tener repercusiones secundarias muy significativas). Y sabemos, además, que unas primas de riesgo que se comporten debidamente pueden brindar cierto grado de protección. Sin embargo, cuando las primas de riesgo son erráticas, el país se ve sometido a influencias externas erráticas y, en potencia, incontenibles (tanto entradas de capital que socavarán las restricciones financieras como salidas, que podrían provocar crisis de pagos y requerir una dolorosa contracción de la demanda).

Las implicaciones de estos resultados son a la vez complejas y profundas. Los mercados mundiales de capital son enormes en comparación con el tamaño de estas economías, de manera que un pequeño trasvase en la cartera de inversiones puede influir de forma desproporcionada en los flujos de capital y en la situación financiera interna. Por lo tanto, las autoridades financieras deben ser conscientes de la importancia de reducir las vulnerabilidades.

En primer lugar, los gobiernos deben aplicar sólidas medidas de gestión económica (incluidas la transparencia y la difusión de información) para garantizar que las iniciativas de cambio en los mercados de capital no emanen de una política interna errática, lo que significa que no solo hay que formular políticas prudentes, sino también informar adecuadamente al mercado. Un acceso fácil a la información (incluida una información clara y accesible por parte del FMI) permitiría a los inversores evaluar los riesgos de forma independiente y, posiblemente, contribuiría a evitar comportamientos miméticos.

En segundo lugar, la apertura a los mercados mundiales de capitales reduce el posible radio de acción de la política monetaria y convierte a la política fiscal en el principal instrumento de estabilización. Una política de austeridad fiscal sostenida sentará las bases para aplicar estabilizadores fiscales de mayor magnitud en tiempos de necesidad.

En tercer lugar, y por lo que se refiere al procedimiento óptimo de apertura de la cuenta de capital, cabe aplicar el tradicional *desideratum*: es mejor abrir el mercado de capitales a largo plazo antes que el mercado a corto plazo (es decir, las inversiones extranjeras directas deben anteceder a los flujos de cartera). En la medida en que las variaciones erráticas de las primas de riesgo pueden considerarse razonablemente como un fallo del mercado,



De izq. a der., Alex Mourmouras, economista principal, Timothy Lane, Jefe de la División de Examen de Políticas, y Leslie Lipschitz, Subdirector; todos del Departamento de Elaboración y Examen de Políticas del FMI.

es posible justificar la imposición o el mantenimiento de controles de capital (especialmente los que se basan en los precios sobre las entradas de capital a corto plazo) basándose en la existencia de dicho "fallo". Pero en la práctica sería una locura llevar este argumento demasiado lejos. A menudo resulta difícil lograr el cumplimiento de los controles; los controles que pueden eludirse pueden fomentar una cultura de evasión y, además, es muy probable que los controles de capital reduzcan, a más largo plazo, las entradas de capital beneficiosas.

En cuarto lugar, el régimen institucional y regulatorio en el sector financiero es un factor importante. Antes de liberalizar totalmente la cuenta de capital, es necesario que exista un sistema sólido de reservas. Las posiciones cambiarias en descubierto de los bancos deberían estar estrictamente limitadas. Pueden existir, además, riesgos ocultos: aun cuando los bancos parezcan no hallarse directamente expuestos a las fluctuaciones cambiarias, el peligro puede presentarse a través de prestatarios (empresas o particulares) que no tengan cobertura. Por consiguiente, los países deben aplicar políticas que obliguen tanto a las empresas como a los hogares a ser totalmente sensibles al riesgo cambiario.

Por último, el régimen cambiario puede afectar profundamente al comportamiento del mercado y al ámbito de influencia de la acción pública. En el caso de los prestatarios nacionales, un tipo de cambio fijo permanente puede inducir al sector privado a asumir posiciones abiertas importantes. En lo que respecta a las autoridades, la existencia de estas posiciones en bancos y empresas hace que el ajuste de los tipos de cambio en momentos de crisis sea muy costoso, por lo que cabe esperar que los gobiernos intenten resistirse durante algún tiempo. Para los agentes del mercado, el régimen cambiario podría estimular la afluencia de grandes entradas de capital, de carácter oportunista y especulativo al ponerse de manifiesto la resistencia de las autoridades a una ruptura del régimen de tipo de cambio fijo. Así pues, en la mayoría de los casos, un régimen de tipo de cambio flotante es menos vulnerable que uno de tipo de cambio fijo. **F&D**

*Este artículo se basa en "Capital Flows to Transition Economies: Master or Servant?", IMF Working Paper 02/11 (Washington, Fondo Monetario Internacional, 2002).*