

# Convertir al tigre

“La miel es dulce pero la abeja pica.”

Proverbio chino

COMO parte de una reforma económica general iniciada a principios de la década de los noventa, India empezó a liberalizar su cuenta de capital, dando al traste con 40 años de ensayos con el desarrollo centralmente planificado. La reforma ha sido gradual y cautelosa, con etapas cuidadosamente escalonadas para toda la economía. Como resultado, India ha progresado mucho frente al régimen de control de cambios que tenía antes de 1991. Con la gradual liberalización de la inversión extranjera directa (IED) y la inversión de cartera, la rupia se hizo convertible para los inversionistas extranjeros, aunque persisten algunos controles, de diversos grados, para empresas e individuos nacionales y extranjeros, siendo más liberal el régimen para las empresas residentes que para los individuos.

En los últimos 15 años, la economía de India se ha abierto cada vez más (cuadro 1), y el crecimiento anual se ha acelerado hasta casi el 9% (cuadro 2), mientras que la inflación ha sido baja y estable desde mediados de los años noventa. Las reservas de divisas se han encumbrado hasta más de US\$180.000 millones, una cifra muy superior al total de la deuda externa, más como resultado de una afluencia de capitales que de un superávit en cuenta corriente, mientras que el sector financiero, incluido el entorno regulatorio, se ha fortalecido. El enfoque de liberalización escalonada le ha permitido al país soportar varios shocks externos graves, como la crisis de Asia de 1997-98.

Examinemos el manejo de la convertibilidad de la cuenta de capital en India y las lecciones que deja su enfoque gradual.

## La teoría frente a la práctica

En teoría, la convertibilidad de la cuenta de capital es buena idea por varias razones: Primero, es razonable suponer que el libre movimiento del capital permitiría una asignación eficiente del ahorro y la canalización de recursos hacia sus usos más productivos. Segundo, podría fomentar el comercio, lo que permite a los países emparejar los consumos. Tercero, podría facilitar la diversificación de la cartera y la distribución de riesgos, para reducir los costos de transacción y mejorar los retornos. Cuarto, se podrían obtener ganancias de especialización en servicios financieros, incentivos para la innovación y aumentos de productividad.

Claro que también hay desventajas. Los beneficios dependen del ritmo de liberalización del comercio y los servicios y de la eficiencia del mercado. Las asimetrías de información pueden generar mercados ineficientes, selección adversa, riesgo moral y

efecto de arrastre. Así, la liberalización total de la cuenta de capital podría incrementar los riesgos y originar una crisis cambiaria o bancaria. Además, la globalización financiera podría reducir el bienestar si existen distorsiones en el mercado interno como los incentivos perversos que crean las barreras comerciales y las garantías y los subsidios discriminatorios. No obstante, en la práctica ha sido difícil probar que la liberalización de la cuenta de capital por sí sola produce beneficios reales. Hace unos años, un estudio completo y pionero del FMI que hizo una distinción entre las liberalizaciones de jure y de facto concluyó que “es difícil establecer una relación causal robusta entre el grado de integración financiera y las cifras de crecimiento del producto; . . . hay pocos indicios de que la integración financiera haya ayudado a los países en desarrollo a estabilizar mejor las fluctuaciones del aumento del consumo; . . . y niveles de integración financiera de bajos a moderados podrían haber expuesto a algunos países a una mayor volatilidad del consumo” (Prasad *et al.*, 2003). No obstante, el documento demostró que la integración financiera, después de cierto

umbral, podría contribuir a un desarrollo del sector financiero que moderaría la volatilidad macroeconómica interna.

Este umbral es difícil de definir, pero se convirtió en una clave para resaltar la necesidad de desarrollo institucional en los países en desarrollo. En una reciente reevaluación de la globalización financiera, los mismos autores han apoyado con reservas la opinión de que los países en desarrollo pueden beneficiarse de dicha globalización, pero con muchas condiciones (Kose *et al.*, 2006). Además de los canales tradicionales, también se obtiene un conjunto amplio de “beneficios colaterales”: desarrollo del mercado financiero, mejores instituciones y gobierno y disciplina macroeconómica (véase artículo de la página 8).

La experiencia práctica también ha destacado la necesidad de cautela. La mayoría de los países adelantados liberalizaron su cuenta de capital hace relativamente poco tiempo y gradualmente entre 1974 y 1994, aproximadamente, manteniendo controles esporádicos durante la fase de liberalización. Algunos países clasificados como economías de mercados emergentes (EME) iniciaron la liberalización de la cuenta de capital a principios de los años ochenta. Si bien para algunos EME el desafío era administrar un aumento de los flujos, para otros los flujos se detuvieron repentinamente, o cambiaron de sentido, originando una serie de crisis. En respuesta, algunos países dieron marcha atrás y reinstituyeron algunos controles de capital.

En los años noventa, las crisis financieras de Asia oriental, Brasil, México y Rusia destacaron una de las preocupaciones más importantes de las EME: que la convertibilidad de la cuenta

## Lecciones del enfoque gradual de India para hacer convertible la cuenta de capital

*Yaga Venugopal Reddy,  
Gobernador del Banco  
de Reserva de India*



de capital alberga el potencial de una crisis cambiaria. En Asia oriental, si bien las circunstancias variaban de un país a otro, las crisis financieras obedecieron en gran medida a problemas estructurales fundamentales, deficiencias del sector financiero y mala gestión de las empresas. Quedó claro que para que no se repitieran esos hechos, se necesitaban políticas macroeconómicas sólidas, un marco institucional adecuado, normas prudentiales y de supervisión a nivel internacional y mejor calidad y suministro de la información; y que unas reformas parciales e imperfectas podrían dejar a los sistemas financieros más frágiles y vulnerables a un cambio de sentido repentino de los flujos de capital. Como resultado, los países de mercados emergentes, sobre todo los de Asia oriental, se preocuparon más por armonizar la liberalización de la cuenta de capital con políticas macroeconómicas, cambiarias y financieras apropiadas.

En conclusión, tanto en las economías avanzadas como en las EME, se ha observado que una cuenta de capital abierta no tiene que implicar una liberalización total de la cuenta de capital, y en la práctica algunos controles y reglas de prudencia importantes son compatibles con la convertibilidad de la cuenta de capital.

### Establecimiento de las bases

En India, el enfoque se estudió y planeó cuidadosamente, paso a paso. Cada fase se evaluó previamente en una serie de comités. El marco general se estableció en el informe del comité de alto nivel de balanza de pagos de 1991 presidido por el Dr. C. Rangarajan, ex Gobernador del Banco de Reserva de India y actual Presidente del Consejo Asesor Económico del Primer Ministro. El comité recomendó liberalizar las transacciones de la cuenta corriente que lleven a la convertibilidad de la misma; un cambio en la composición de los flujos de capital para pasar de creadores a no creadores de deuda; normas estrictas para el crédito externo comercial, especialmente la deuda a corto plazo; desalentar los elementos volátiles de los flujos de nacionales no residentes; liberalización gradual de las salidas y desintermediación del gobierno en la asistencia externa. El comité también recomendó introducir un régimen de cambios de mercado, haciendo hincapié en la necesidad de contener el déficit en cuenta corriente.

Desde 1997, el proceso de liberalización se ha guiado por las recomendaciones del Informe del Comité de Tarapore sobre convertibilidad de la cuenta de capital. Dicho Comité definió varias condiciones macroeconómicas, institucionales y del mercado para poder avanzar en la liberalización de la cuenta de capital, en términos de indicadores fiscales, financieros y de inflación, y creó una hoja de ruta para las medidas que se tomarían en los tres años siguientes. El marco analítico del Comité preveía, en cierto modo, los peligros de la liberalización de la cuenta de capital con un sector financiero aún débil. Este marco básico,

junto con una conciencia de las condiciones sociopolíticas internas y la evolución mundial, incluidas las lecciones de varias crisis en EME, rigió el proceso de liberalización.

Si bien se ha culpado al FMI por alentar a las EME a liberalizar sus cuentas de capital demasiado pronto (véase recuadro), en el caso de India, el FMI apoyó la estrategia gradual del gobierno desde un comienzo. A principios de los años noventa, el FMI toleraba restricciones transitorias de la cuenta corriente, pero en febrero de 1994 indicó que la adopción anticipada del Artículo VIII, es decir, comprometerse a no imponer restricciones de pagos y transferencias para las transacciones corrientes internacionales, sería una señal importante de la apertura económica del país. India ya había decidido proceder en ese sentido y adoptó la convertibilidad de sus transacciones de la cuenta corriente a finales de ese año.

Posteriormente, el FMI apoyó la apertura gradual a la IED, consideró adecuada la cautela ante los flujos de capital a corto plazo potencialmente volátiles y, en general, la cautela ante la

Cuadro 1

### Mayor apertura

Indicadores clave de la economía de India muestran el impacto de una mayor liberalización.

(Porcentaje del PIB)

	1990/91	1995/96	2000/01	2003/04	2004/05	2005/06
<b>Comercio</b>	14,6	21,5	22,4	24,3	29,3	32,9
Exportación	5,8	9,1	9,9	11,0	12,2	13,2
Importación	8,8	12,4	12,5	13,3	17,1	19,7
Comercio más servicios	17,2	25,7	29,1	31,6	39,5	45,3
<b>Flujos de capital</b> (entradas más salidas)	12,1	12,5	21,6	22,4	24,3	32,7
Afluencias de inversión extranjera directa	0,03	0,6	0,9	0,7	0,9	1,0
Bolsa de Valores de Bombay capitalización en el mercado, final de marzo	16,0	44,3	27,4	43,5	54,7	85,6

Fuente: Banco de Reserva de India.

Cuadro 2

### Posición más sólida

A medida que India introdujo su programa de reformas, su economía repuntó, se controló la inflación y sus reservas de divisas se acrecentaron.

	1990/91	1995/96	2000/01	2003/04	2004/05	2005/06
(Porcentaje)						
Tasa de crecimiento del PIB real	5,6	7,3	4,4	8,5	7,5	9,0
Inflación global (final de marzo)	12,1	4,4	4,9	4,6	5,1	4,1
Déficit en cuenta corriente en relación con el PIB	-3,1	-1,7	-0,6	2,3	-0,4	-1,2
Deuda externa en relación con el PIB	28,7	27,0	22,4	17,8	17,3	15,8
Deuda a corto plazo y saldos de cartera en relación con las reservas	146,6	70,0	58,2	35,2	36,9	43,4
(Porcentaje del PIB)						
Tasa de ahorro	23,1	25,1	23,4	29,7	31,1	32,4
Tasa de inversión	26,3	26,9	24,0	28,0	31,5	33,8
Déficit fiscal bruto combinado del centro y los estados	9,42	6,54	9,48	8,50	7,52	7,45
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)						
Reservas de divisas	5,8	21,7	42,3	113,0	141,5	151,6
(Meses)						
Cobertura de importaciones de las reservas	2,5	6,0	8,8	16,9	14,3	11,6

Fuente: Banco de Reserva de India.

afluencia de capital, pero en cuanto a la regulación del tipo de cambio, el FMI siguió recomendando más flexibilidad y la posibilidad de que el tipo de cambio evolucionara en ambos sentidos, para incrementar la cobertura del riesgo cambiario y profundizar el mercado de derivados. En los últimos años, el FMI ha reconocido que el tipo de cambio de India es más flexible. En mi opinión, la percepción de volatilidad y flexibilidad del tipo de cambio depende del contexto. Lo que en algunas economías se podría considerar flexible podría ser volátil en otras. En este contexto, el nivel de desarrollo y preparación de los mercados financieros y su capacidad para asumir riesgos son cruciales.

Al relajarse las restricciones de la cuenta de capital, sobre todo para el ingreso de fondos al país, en 1993/94 empezó una afluencia sostenida de capital extranjero que cobró un fuerte impulso después de 2003/04 (abril-marzo), pasando de US\$16.700 millones a US\$23.400 millones en 2005/06. Estos flujos eran en gran medida no creadores de deuda y, como resultado, creció considerablemente la proporción de los flujos no creadores de deuda en el total de los flujos de capital.

Se han tomado varias medidas para manejar el exceso de flujos de capital, además del aumento de la flexibilidad del tipo de cambio. Lo que se considera como un exceso de flujos debe verse desde un punto de vista dinámico, separando claramente

los flujos temporales de los permanentes y el nivel que normalmente podría absorber la economía interna. Estas medidas incluyen una liberalización escalonada del marco de política en relación con las cuentas corriente y de capital, flexibilidad para que las empresas paguen por anticipado sus créditos externos, facilidades para tener cuentas en moneda extranjera, permitir a los bancos invertir libremente en instrumentos extranjeros de alta calidad y liberalizar las normas de cesión de las divisas recibidas por los exportadores. En el contexto de la regulación de la liquidez interna, se ha puesto en operación un sistema de estabilización del mercado para esterilizar el exceso de afluencias sin un impacto fiscal significativo.

### Características particulares del enfoque de India

Para India, la lección más importante de las crisis de los años noventa fue que la política interna y sobre todo la solidez del sistema financiero son cruciales en un proceso de integración financiera con el resto del mundo. En parte, fue el conjunto de reglas de prudencia lo que evitó que los bancos indios pusieran en riesgo sus balances, ya que tenían topes para la colocación de activos en bienes raíces, monedas y acciones. Para la política económica, el mensaje era que había que fortalecer los sistemas regulatorios y de supervisión para que las

### Evaluación del papel del FMI

En un informe publicado en 2005, la Oficina de Evaluación Independiente del FMI documentó el enfoque general de la institución con respecto a la liberalización de la cuenta de capital antes y después de la crisis de Asia. Una pregunta importante formulada fue si el FMI presionaba para que se liberara la cuenta de capital. Esta es una cuestión muy complicada. La evaluación concluyó que, a nivel bilateral, en los años noventa el FMI claramente incitaba a la liberalización de la cuenta de capital, pero el proceso era impulsado principalmente por las agendas políticas y económicas de los países mismos. En mi opinión, esta conclusión no es intuitivamente muy atractiva.

Primero, la supervisión multilateral de los años noventa tendía a destacar las ventajas para los países en desarrollo de un mayor acceso a los flujos internacionales de capital y a prestar relativamente menor atención a los riesgos potenciales de su volatilidad. Segundo, paralelamente, el FMI estuvo cerca de llegar a un acuerdo en 1997 para enmendar su Convenio Constitutivo a fin de incorporar un nuevo capítulo que le diera al FMI plena jurisdicción para ejercer supervisión sobre la cuenta de capital, como lo ha hecho sobre la cuenta corriente desde su fundación. A falta de un mandato claro sobre la cuenta de capital, el FMI podría haber elegido algún tipo de *persuasión moral* para alentar a los países, sobre todo los que se benefician de sus programas, a liberalizar las cuentas de capital. Esto se observa en las cartas de intención de muchos países que incluían esos elementos. El FMI, en mi opinión, tenía una visión exuberante e inclinada a aceptar unos flujos de capital libres, pero ordenados, como una meta deseable para la comunidad internacional y siguió apoyando, en 1997-98, la enmienda propuesta. Stanley Fisher, entonces Primer Subdirector Gerente, dijo en

un seminario en marzo de 1998 que “se justifica que el FMI se involucre en esto (la cuenta de capital) . . . y es algo . . . que hemos promovido en el marco de los programas”.

El FMI también discrepó categóricamente de los argumentos del profesor Jagdish Bhagwati en contra de un trato igual a la libertad de comercio y la circulación del capital, ya que sus beneficios económicos son iguales y el FMI lo debería promover por igual, pero con cuidado. Tras la crisis de Asia, el FMI, al parecer, aprendió la lección.

Si bien India recibió con agrado el paso a la convertibilidad de la cuenta de capital, no fue muy partidaria de enmendar el Convenio del FMI, aduciendo que “por las diferencias en el progreso de los países hacia la reforma estructural y la estabilización, quizá no sea aconsejable poner a todos los miembros en una camisa de fuerza cuando pierden su independencia para adoptar medidas correctivas en tiempos de crisis”. India también sostuvo que la capacidad del FMI para acudir al rescate de sus miembros en caso de crisis de la balanza de pagos era limitada.

Después de la crisis de Asia, perdió fuerza la iniciativa de enmendar el Convenio y al parecer esta fue archivada. El FMI parece haber suavizado su posición y, en general, sigue un enfoque ecléctico e integrado de liberalización de la cuenta de capital, destacando la importancia de combinar unas secuencias y fases correctas con varias reformas concomitantes.

Además, el enfoque del FMI sobre la liberalización de la cuenta de capital debe estudiarse en relación a su postura con respecto a la gestión de los flujos de capital, el uso de controles de capital y la regulación del tipo de cambio. En este caso el FMI parece bastante flexible, reconociendo las circunstancias particulares de cada país.



instituciones financieras pudieran gestionar los riesgos con prudencia. Tras las crisis de los años noventa las autoridades también se dieron cuenta de que debían estar más alerta a las fuentes de contagio y a las señales de peligro y poder adoptar las medidas de política indicadas.

La experiencia de India en los últimos 15 años podría resumirse en las siguientes ideas:

Primero, **la liberalización de la cuenta de capital se consideraba un proceso y no un suceso.**

Segundo, se reconocía que podrían existir vínculos entre las cuentas corriente y de capital y, por ende, **se adoptaron procedimientos para evitar flujos de capital disfrazados como transacciones corrientes.**

Tercero, **la liberalización de la cuenta de capital iba a tono con otras reformas.** El programa y el grado de liberalización de la cuenta de capital estaba de acuerdo con otras reformas, como el fortalecimiento de los sistemas bancarios, la consolidación fiscal, el desarrollo y la integración del mercado, la liberalización del comercio y el cambio del entorno económico interno y externo.

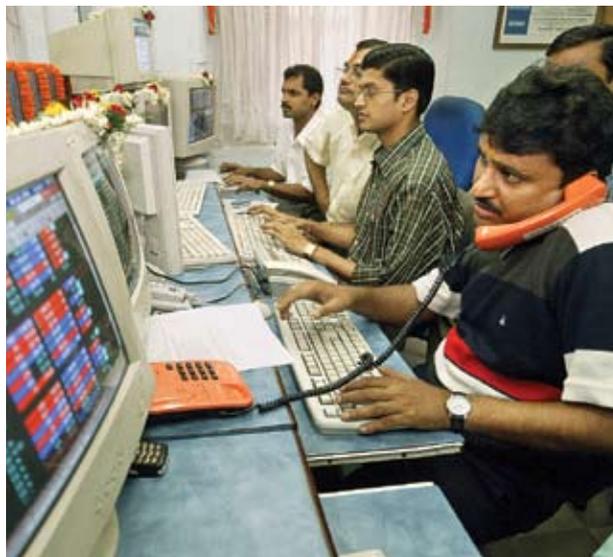
Cuarto, **se estableció una jerarquía de fuentes y tipos de flujos de capital.** Se dio prioridad a la liberalización de los flujos de entrada, pero todos los flujos de salida relacionados con entradas se han liberalizado totalmente. Entre los tipos de afluencias, se prefería la IED por su estabilidad, y se desalentó el exceso de deuda externa a corto plazo. Se hizo una distinción entre las empresas, los individuos y los bancos.

Para las salidas, primero se liberalizaron las empresas, luego los intermediarios financieros y por último los individuos. Se han eliminado restricciones para las empresas que desean invertir y hacer adquisiciones en el exterior para reforzar su presencia mundial, pero los bancos y los intermediarios financieros son fuente de mayor volatilidad. Se sabe que los bancos e intermediarios financieros son frágiles, ya que sus activos son relativamente ilíquidos pero sus pasivos son exigibles, y son susceptibles a contagio y a crisis de confianza autogeneradas. Por consiguiente, la liberalización en este sector se ha atado a las reformas del sector financiero. Para los individuos, los residentes se tratan de manera distinta de los no residentes y los nacionales no residentes tienen un grado intermedio bien definido entre los residentes y los no residentes.

Quinto, **el ritmo y la secuencia de la liberalización se ajustó a la evolución interna, especialmente en los sectores monetario y financiero, y a la de la arquitectura financiera internacional.** A medida que avanzaba la liberalización, se reducían las medidas administrativas y se incrementaban las medidas basadas en los precios, pero es obvio que hay libertad para cambiar las normas y reimponer controles. En el proceso se adoptó una visión integrada del nivel de desarrollo de los mercados financieros.

Sexto, **una liberalización significativa de las salidas de los individuos, empresas y fondos de inversiones dependía de un nivel cómodo de reservas de divisas y un mayor movimiento en ambos sentidos del tipo de cambio.** Esto se reflejó en las crecientes operaciones globalizadas de empresas indias en busca de sinergias y conocimientos relacionados con sus operaciones.

La economía política también ejerció una influencia notable y es crucial para el éxito de las reformas. Desde 1990, se han realizado en India seis elecciones para el Parlamento Nacional y



Corredores de bolsa de India observan los precios de las acciones en Calcuta.

siete para Primer Ministro, y varios partidos políticos nacionales y regionales se han integrado a gobiernos de coalición. India también ha sufrido conflictos fronterizos y sanciones.

Pese a la formación de gabinetes de coalición y de elecciones periódicas en el centro y en varios estados, el sistema político de India se caracteriza por la estabilidad. Es admirable que, pese a la diversidad de ideologías políticas y las frecuentes elecciones, el avance de las reformas económicas bien ajustadas sigue siendo impresionante.

Para el futuro, India planea continuar el enfoque gradual ya que este armoniza con otras reformas. Otro comité ha establecido una hoja de ruta para avanzar hacia una convertibilidad más plena de la cuenta de capital en un marco transparente durante los próximos cinco años. El plan de continuación de la liberalización dependerá, sin embargo, de varios factores internos, así como de la evolución externa. Entre las cuestiones por abordar figuran los avances en la reforma del sector real, la continuación de la consolidación fiscal, el fortalecimiento del sistema financiero interno y el logro de ciertos parámetros macroeconómicos conexos relativos a la solidez y a la estabilidad de la economía. ■

*Yaga Venugopal Reddy ha sido Gobernador del Banco de Reserva de India desde septiembre de 2003.*

#### Referencias:

Fondo Monetario Internacional, 2005, "The IMF's Approach to Capital Account Liberalization", Evaluation Report (Washington: Oficina de Evaluación Independiente del FMI).

Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff y Shang-Jin Wei, 2006, "Financial Globalization: A Reappraisal", IMF Working Paper No. 06/189 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Prasad, Eswar S., Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei y M. Ayhan Kose, 2003, Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, Occasional Paper 220 (Washington: Fondo Monetario Internacional).