

Nota de prensa del capítulo 2: *Gestión de los flujos de capital*

Perspectivas económicas regionales, primavera de 2010: Europa

Preparado por Johan Mathisen y Srobona Mitra

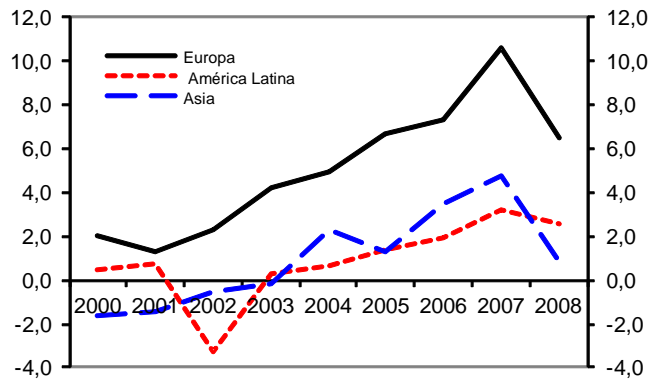
Observaciones fundamentales

- **La gestión de las entradas de capital es quizás el mayor desafío que enfrentan las autoridades de las economías emergentes de Europa en el período posterior a la crisis mundial. Los tres interrogantes básicos que se plantean son: cómo atraer un nivel saludable de inversión extranjera, cómo evitar una excesiva afluencia de capital y cómo lograr la estabilidad de un sector financiero cada vez más integrado a nivel internacional a la luz de estas entradas de capital.**
- **Las enseñanzas que se desprenden del perfil de las entradas de capital antes de la crisis sugieren que para que la afluencia de capital se mantenga en un nivel saludable es necesario emprender reformas estructurales que permitan alcanzar un equilibrio entre el sector de bienes no transables y el de bienes transables, como fuentes de crecimiento.**
- **Para evitar y hacer frente a una excesiva afluencia de capital es necesario adoptar políticas macroeconómicas adecuadas y aumentar la capacidad de resistencia del sector financiero mediante políticas prudentiales y fortalecer los marcos internacionales de estabilidad financiera.**

La afluencia de capital fue mayor en las economías emergentes de Europa y durante la crisis experimentó una caída más pronunciada que en otras economías emergentes.

Antes de la crisis, los préstamos transfronterizos de los bancos matrices de Europa occidental a sus filiales en las economías emergentes de Europa representaban la mayor parte de la diferencia (véase gráfico). La fuerte afluencia de capital creó vulnerabilidades macroeconómicas y en el sector financiero: aumento de los déficits en cuenta corriente, rápido crecimiento del crédito, deterioro de las posiciones fiscales e incremento de la deuda (con frecuencia en moneda extranjera) de los hogares

Economías emergentes: Endeudamiento externo de los bancos y las empresas (en porcentaje del PIB)¹



¹Otros pasivos en forma de inversiones (préstamos y depósitos de los bancos, y préstamos del sector privado no bancario), neto.

en muchos países de la región. Estas vulnerabilidades y el hecho de que el crecimiento del crédito financiado con recursos externos fuera sensible a las dificultades de financiamiento de los bancos matrices cuando golpeó la crisis son el motivo de que las economías emergentes de Europa experimentasen una recesión más profunda que otras economías emergentes.

¿Qué motivó la afluencia de capital? Las economías emergentes de Europa son la única región en la que el capital fluyó “de arriba hacia abajo”, es decir, desde los países europeos más ricos hacia las economías del entorno, en rápido crecimiento, ayudándolas a cerrar la brecha de ingresos. Una gran parte de las entradas de capital registradas antes de la crisis tuvo su origen en las perspectivas de obtención de una mayor rentabilidad en las economías emergentes de Europa que en los mercados nacionales y guardó relación con el nivel de ingreso de los países receptores. La inversión extranjera directa se vio atraída por el sólido crecimiento económico y la urbanización, pero tendió a disminuir a medida que aumentaba la riqueza del país. Por el contrario, los préstamos transfronterizos a bancos y empresas se incrementaron conforme maduraban las economías, atraídos por el crecimiento de los sectores de servicios. Al liberalizarse las economías, con las reformas institucionales y estructurales, aumentó incluso la afluencia de capital extranjero.

Sin embargo, en países como Estonia, Letonia, Bulgaria, Hungría y Ucrania, las entradas de capital aumentaron más de lo que podría atribuirse a factores de convergencia. Nuestro análisis indica que la fuerte afluencia de capital guarda relación, en gran medida, con la excesiva toma de riesgo en el sector financiero. La estabilidad de los tipos de cambio en general, y la apreciación más lenta en los regímenes de tipo de cambio no vinculado, en particular, propiciaron una mayor afluencia de inversiones de cartera y de capital relacionado con los bancos. Los países con tipos de cambio fijos o fuertemente regulados fueron los que registraron un crecimiento más rápido del crédito y recibieron el mayor volumen de capital. La aparente solidez de las finanzas públicas, apoyada por el auge de los ingresos derivados del rápido recalentamiento de las economías, atrajo aún más flujos de inversión extranjera directa; en los casos en que la mejora de los saldos públicos estuvo asociada a un crecimiento pujante del crédito, las entradas de capital más cuantiosas fueron las relacionadas con los bancos. La expansión del sector de bienes no transables y el aumento de sus precios relativos, el tipo de cambio real, atrajeron flujos de capital incluso mayores. Así pues, el aumento de la demanda interna, el crecimiento del crédito y las entradas de capital se reforzaron mutuamente.

El impacto de las políticas macroeconómicas sobre las entradas de capital se amplificó por la persistencia de las bajas primas por riesgo país sobre las tasas de interés. Los inversionistas parecieron no ser conscientes de los factores de vulnerabilidad de los distintos países hasta que se desencadenó la crisis. Como resultado, los bancos pudieron obtener préstamos en el exterior a tasas de interés muy bajas. Los altos niveles de rentabilidad (como consecuencia del bajo costo de los recursos y de las escasas provisiones para pérdidas en

préstamos durante el período de auge) y capitalización proporcionaron unos indicadores de estabilidad cómodos y reforzaron la sensación de que los riesgos eran manejables.

Al mismo tiempo, las autoridades trataron de influir en el volumen y la composición de las entradas de capital mediante políticas prudenciales, a fin de reducir las crecientes vulnerabilidades macroeconómicas y del sector financiero. Si bien las experiencias variaron de un país a otro, los instrumentos prudenciales parecen haber resultado eficaces para desacelerar temporalmente la afluencia de capital a los bancos y cambiar la composición de las entradas. En general, el impacto de cada tipo de instrumento prudencial dependió de la política monetaria y del régimen cambiario, así como de la forma que adoptaron los pasivos transfronterizos de los bancos.

La experiencia de la crisis encierra varias enseñanzas de importancia capital para hacer frente al desafío que supone la gestión de las entradas de capital en la región. Las repercusiones en materia de política difieren de unos países a otros: mientras que algunos todavía están esperando una reactivación sostenida de las entradas de capital, en otros, esa reactivación ya se está produciendo. Los principales interrogantes que se les plantean a las autoridades es cómo lograr un nivel saludable de inversión extranjera en las economías emergentes de Europa, evitar una excesiva afluencia de capitales y mejorar la estabilidad de un sector financiero internacional cada vez más integrado. Las recomendaciones en materia de política económica deben ajustarse a las circunstancias específicas de cada país, teniendo en cuenta, en particular, lo siguiente:

- En los países que ya registran una reanudación de las entradas de capital, la adopción de políticas macroeconómicas de respuesta será clave para frenar un incremento excesivo. En los países con tipos de cambio fijos, la mejor respuesta frente a una afluencia de capital mayor de la atribuible a factores estructurales es aplicar políticas fiscales más restrictivas. En los países que no tienen un tipo de cambio fijo, la medida más eficaz sería permitir que la moneda se apreciase. Un tipo de cambio de libre flotación también es útil para evitar una afluencia excesiva de capital y una acumulación de fragilidades financieras.
- Estas políticas macroeconómicas deberían ir acompañadas de mejoras en la estabilidad del sistema financiero de la región, que se encuentra cada vez más integrado. Instrumentos prudenciales como los requerimientos de capital sobre el endeudamiento externo contribuyen a reducir la excesiva afluencia de capital y los riesgos asociados en los bancos. Aplicar ponderaciones de riesgo más altas a los préstamos a determinados sectores ayuda a crear mecanismos de protección en el sistema bancario y a evitar el recalentamiento de ciertos sectores. Para mantener la capacidad de resistencia del sistema financiero, estos mecanismos deben complementarse con políticas macroeconómicas de apoyo y una eficaz supervisión financiera internacional.

- En los casos en que las entradas de capital conducentes a la convergencia de los ingresos todavía no se han reanudado, las autoridades tendrán que reorientar las fuentes de crecimiento económico hacia el sector de bienes transables. Aunque esta transformación se producirá en el sector privado, será esencial apoyarla con políticas encaminadas a restablecer el equilibrio entre el sector de bienes no transables y el de bienes transables, mejorar la movilidad intersectorial del factor trabajo, reducir los desajustes entre las calificaciones de los trabajadores y las que demanda el mercado y eliminar los estrangulamientos en la infraestructura propios de cada país.