



Apertura financiera, fragilidad financiera y políticas para la estabilidad económica

Un análisis comparativo entre regiones
del mundo en desarrollo

Esteban Pérez Caldentey

Editor



NACIONES UNIDAS

CEPAL

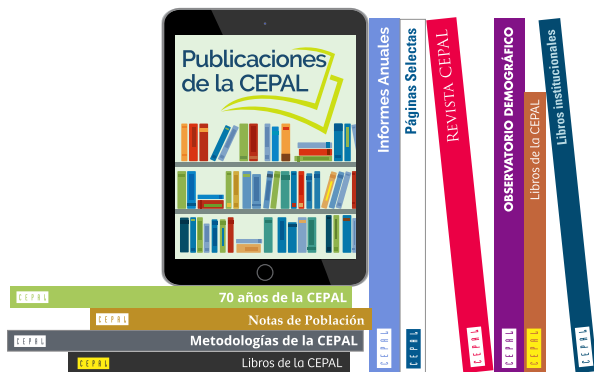


COVID-19
RESPUESTA



NACIONES UNIDAS
UNCTAD

Gracias por su interés en esta publicación de la CEPAL



Si desea recibir información oportuna sobre nuestros productos editoriales y actividades, le invitamos a registrarse. Podrá definir sus áreas de interés y acceder a nuestros productos en otros formatos.

Deseo registrarme



NACIONES UNIDAS



www.cepal.org/es/publications



www.instagram.com/publicacionesdelacepal



www.facebook.com/publicacionesdelacepal



www.issuu.com/publicacionescepal/stacks



www.cepal.org/es/publicaciones/apps

Documentos de Proyectos

Apertura financiera, fragilidad financiera y políticas para la estabilidad económica

Un análisis comparativo entre regiones
del mundo en desarrollo

Esteban Pérez Caldentey

Editor



COVID-19
RESPUESTA



Este documento fue preparado bajo la coordinación de Esteban Pérez Caldentey, Jefe de la Unidad de Financiamiento para el Desarrollo de la División de Desarrollo Económico de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), en colaboración con Martín Abeles, Director de la oficina de la CEPAL en la Argentina.

Los capítulos del libro fueron preparados por Martín Abeles, Pablo Bortz, Alberto Botta, Chandru P. Chandrasekhar, Jayati Ghosh, Zebulun Kreiter, Terry McKinley, Juan Carlos Moreno Brid, Lorenzo Nalin, Esteban Pérez Caldentey, Gabriel Porcile, Leonardo Rojas Rodríguez, Matías Vernengo y Giuliano Yajima. Yilmaz Akyuz proporcionó valiosos comentarios al capítulo V.

Este documento se preparó como parte de las actividades del proyecto 2023Z de la Cuenta de las Naciones Unidas para el Desarrollo, “Respuesta y recuperación: movilización de recursos financieros para el desarrollo en tiempos de COVID-19”, coordinado por la Subdivisión de Deuda y Financiación del Desarrollo de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) y ejecutado junto con la Comisión Económica para África (CEPA), la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y la Comisión Económica y Social para Asia y el Pacífico (CESPAP).

Las opiniones expresadas en este documento, que es traducción de un texto original en inglés que no fue sometido a edición formal, son de exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización o las de los países que representa.

Publicación de las Naciones Unidas
LC/TS.2022/139
Distribución: L
Copyright © Naciones Unidas, 2023
Todos los derechos reservados
Impreso en Naciones Unidas, Santiago
S.22-00402

Esta publicación debe citarse como: E. Pérez Caldentey (ed.), “Apertura financiera, fragilidad financiera y políticas para la estabilidad económica: un análisis comparativo entre regiones del mundo en desarrollo”, *Documentos de Proyectos* (LC/TS.2022/139), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 2023.

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse a la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), División de Documentos y Publicaciones, publicaciones.cepal@un.org. Los Estados Miembros de las Naciones Unidas y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Solo se les solicita que mencionen la fuente e informen a la CEPAL de tal reproducción.

Índice

Presentación.....	15
Introducción.....	19
Capítulo I	
Regulación de los flujos de capital: experiencias seleccionadas de países en desarrollo de Asia y el Pacífico, África y América Latina, y análisis del tipo de controles del capital necesarios para hacer frente a los efectos perturbadores del COVID-19	
<i>Esteban Pérez Caldentey, Zebulun Kreiter, Martín Abeles</i>	41
Introducción	41
A. Taxonomía y medición de los controles de capital.....	47
1. Taxonomía de los controles del capital.....	47
2. Cuantificación y medición de los controles del capital: un examen crítico de la literatura.....	52
B. Controles de capital en el mundo en desarrollo y lecciones de política que se pueden aplicar al contexto del COVID-19	54
1. Asia y el Pacífico	55
2. África	67
3. América Latina.....	76
C. Conclusión.....	86
Bibliografía.....	88
Anexo I.A1	91

Capítulo II

Desafíos planteados por la trayectoria de desarrollo mundial de 2022 a 2030

<i>Terry McKinley</i>	95
Introducción	95
A. Supuestos de trabajo para el escenario de desarrollo	97
1. Tasas de crecimiento del PIB real	97
2. El papel de la descarbonización	98
3. Fuentes de ingresos externos	99
4. Tendencias del ahorro y la inversión	100
5. El creciente papel mundial de China	101
6. Proyecciones sobre la evolución de seis variables económicas	102
B. Relación entre el empleo de las mujeres y el de los hombres	117
C. Breve resumen de las principales tendencias económicas	119
1. Crecimiento del PIB real	119
2. PIB per cápita	119
3. Déficit público	120
4. Deuda pública	120
5. Cuenta corriente	121
6. Posición de inversión internacional	121
Anexo II.A1	123

Capítulo III

Evaluación crítica de la regulación macroprudencial y de algunas experiencias regionales comparadas con énfasis en América Latina y el Caribe

<i>Esteban Pérez Caldentey, Lorenzo Nalin, Leonardo Rojas</i>	133
Introducción	133
I. Las normas sobre el nivel de recursos propios como fuente de fragilidad e inestabilidad financieras	139
II. El paso de la regulación microprudencial a la macroprudencial: el enfoque predominante	142
III. La regulación macroprudencial en la práctica: ¿qué revelan los datos?	145
IV. Análisis de las medidas macroprudenciales adoptadas en Asia y el Pacífico	152
A. Contexto, antecedentes y breve descripción de las políticas macroprudenciales	152
B. Algunos ejemplos concretos	154
C. Aprendizajes	157
V. Análisis de las medidas macroprudenciales adoptadas en África	160
A. Contexto, antecedentes y breve descripción de las políticas macroprudenciales	160

B. Algunos ejemplos concretos	161
C. Aprendizajes	163
VI. Análisis de las medidas macroprudenciales adoptadas en América Latina y el Caribe	165
A. Contexto, antecedentes y breve descripción de las políticas macroprudenciales	165
B. Algunos ejemplos concretos	168
C. Aprendizajes.....	170
VII. Conclusión.....	171
Bibliografía.....	172
Anexo III.A1	180

Capítulo IV

Regulación macroprudencial en África en el contexto de la pandemia de COVID-19

<i>C. P. Chandrasekhar</i>	183
Introducción	183
I. Análisis de determinados indicadores del sector externo	185
A. Perturbaciones en la cuenta corriente.....	185
B. Dependencia de las exportaciones de productos básicos y vulnerabilidad de la cuenta corriente.....	189
C. Riesgos vinculados a la cuenta de capital.....	194
D. Flujos de capital	198
II. Etiopía	209
A. Gestión del flujo de capital.....	209
B. Gestión del tipo de cambio.....	211
C. Crisis del COVID-19.....	213
D. Respuesta frente a la transmisión de riesgos.....	215
III. Ghana	215
A. Gestión del flujo de capital.....	215
B. Gestión del tipo de cambio.....	218
C. Crisis del COVID-19.....	220
IV. Kenya	221
A. Gestión del flujo de capital	221
B. Gestión del tipo de cambio.....	222
C. Crisis del COVID-19.....	223
V. Nigeria	224
A. Gestión del flujo de capital.....	224
B. Gestión del tipo de cambio.....	228
C. Crisis del COVID-19.....	229
VI. Sudáfrica	230
A. Cuenta corriente	230
B. Gestión del flujo de capital.....	231
C. Gestión del tipo de cambio.....	232
D. Crisis del COVID-19	233

VII. Zambia	234
A. Gestión del flujo de capital.....	234
B. Gestión del tipo de cambio.....	235
C. Crisis del COVID-19.....	236
VIII. Algunas lecciones.....	237
Conclusión	239
Bibliografía.....	239
 Capítulo V	
Políticas macroprudenciales en Asia: análisis de algunas experiencias	
<i>Jayati Ghosh</i>	243
Introducción	243
A. Antecedentes.....	245
B. Reservas de divisas y flujos de capital brutos y netos	251
C. Medidas macroprudenciales concretas	260
1. Intentos de evitar la apreciación no deseada de la moneda en Tailandia.....	262
2. Forma de lidiar con la actividad especulativa en los mercados de derivados de Indonesia.....	265
3. Control y liberalización de los flujos de cartera en Malasia	269
4. Uso de incentivos en lugar de controles para gestionar los flujos de capital en la India	272
5. Encaminamiento de los flujos de crédito: ratios préstamo/valor	275
D. Estrategias macroprudenciales en el contexto de la pandemia	277
Bibliografía.....	280
Anexo V.A1	282
 Capítulo VI	
Políticas macroprudenciales en América Latina	
<i>Pablo Gabriel Bortz</i>	289
Introducción	289
A. Brasil.....	291
1. Vulnerabilidades sistémicas.....	291
2. Políticas macroprudenciales	298
B. Chile	304
1. Vulnerabilidades sistémicas.....	304
2. Políticas macroprudenciales	308
C. Colombia	311
1. Vulnerabilidades sistémicas.....	311
2. Políticas macroprudenciales	315
D. México.....	318
1. Vulnerabilidades sistémicas.....	318
2. Políticas macroprudenciales	321

E.	Perú	324
1.	Vulnerabilidades sistémicas	324
2.	Políticas macroprudenciales	327
F.	Políticas macroprudenciales durante el COVID-19	330
G.	Resumen de las medidas y lecciones de política	332
	Bibliografía.....	335
	Anexo VI.A1	339

Capítulo VII

Un marco para interpretar las políticas macroprudenciales en la era de la financierización

<i>Matías Vernengo</i>	345	
Introducción	345	
A.	Los orígenes y la evolución de las políticas macroprudenciales.....	346
B.	La postura del FMI sobre la regulación macroprudencial	352
C.	Políticas macroprudenciales para el desarrollo	359
D.	Conclusiones	363
	Bibliografía.....	363
	Anexo VII.A1	366

Capítulo VIII

Un modelo stock-flujo de referencia para analizar las directrices y políticas de regulación macroprudencial en América Latina y el Caribe

<i>Esteban Pérez Caldentey, Lorenzo Nalin, Leonardo Rojas Rodríguez</i>	367	
Introducción	367	
I.	Políticas y regulaciones macroprudenciales en la corriente económica tradicional	369
A.	Regulación micro- y macroprudencial	370
B.	Justificación de la regulación macroprudencial	371
C.	Falta de comprensión sobre la naturaleza del riesgo sistémico	373
II.	Políticas y regulaciones macroprudenciales en la corriente económica poskeynesiana.....	376
A.	Hipótesis de la inestabilidad financiera	376
B.	Hipótesis de la inestabilidad financiera y sus implicaciones para la regulación financiera	377
C.	Limitaciones del análisis de Minsky	380
III.	Regulación macroprudencial: un enfoque alternativo	382
IV.	Breve descripción del modelo stock-flujo.....	386
A.	Producción, ingresos y riqueza.....	389
B.	Acumulación de capital y deuda privada	391
C.	Primas de riesgo y su relación con la inversión	394
D.	Sector externo	395

E. Sector público	396
F. Tipos de interés y tipos de cambio	398
G. Banco central	400
H. Sector financiero.....	404
V. Medidas macroprudenciales y sus resultados	406
VI. Conclusión.....	416
Bibliografía.....	417
Anexo VIII.1	422
Capítulo IX	
La desindustrialización prematura impulsada por las finanzas y el papel de la política macroprudencial exterior en el desarrollo transformador pos-COVID: América Latina desde una perspectiva comparada	
<i>Alberto Botta, Giuliano Yajima, Gabriel Porcile</i>	<i>425</i>
Introducción	425
A. El COVID-19 y las estructuras productivas vulnerables de América Latina	428
B. Integración financiera, entradas de capital y desindustrialización prematura en América Latina.....	433
C. Flujos internacionales de capital, cambio estructural y desindustrialización prematura: el papel de la política macroprudencial exterior en la recuperación transformadora pos-COVID	447
1. Política macroprudencial exterior, reservas de divisas e independencia de la política monetaria	451
2. Política macroprudencial exterior de carácter sectorial....	454
3. Medidas de política macroprudencial exterior y de control del capital dirigidas al conjunto de la economía y a sectores concretos	455
D. Conclusiones	458
Bibliografía.....	459
Capítulo X	
Conclusiones	
<i>Esteban Pérez Caldentey, Juan Carlos Moreno Brid, Lorenzo Nalin</i>	<i>465</i>
Bibliografía.....	477
Cuadros	
1 Indicadores de deuda externa de los mercados emergentes y las economías en desarrollo, 2019-2020	25
2 Montos totales de crédito a prestatarios no bancarios (préstamos bancarios transfronterizos y emisiones de deuda), 2000-2021	26

3	Saldo vivo de emisiones de títulos de deuda por economías emergentes y regiones en desarrollo seleccionadas, cuarto trimestre de 2018-cuarto trimestre de 2022, datos trimestrales.....	26
4	Resultados de la causalidad de Granger entre la tasa de variación del índice de riesgo soberano (índice de bonos de mercados emergentes (EMBI)) y la tasa de variación del tipo de cambio nominal (NER)	31
5	Calificaciones de riesgo de crédito de regiones en desarrollo seleccionadas, 2021	32
6	Economías emergentes y en desarrollo seleccionadas (12 países): activos netos en moneda extranjera del sector empresarial privado como proporción de las exportaciones, 2007-2014	33
I.1	Taxonomía de los controles de capital.....	51
I.2	Malasia: taxonomía de los controles de capital.....	58
I.3	Indonesia: taxonomía de los controles de capital	61
I.4	Tailandia: taxonomía de los controles de capital	62
I.5	Provincia China de Taiwán: taxonomía de los controles de capital.....	63
I.6	Nigeria: taxonomía de los controles de capital.....	69
I.7	Ghana: taxonomía de los controles de capital.....	70
I.8	Etiopía: taxonomía de los controles de capital.....	71
I.9	Marruecos: taxonomía de los controles de capital.....	72
I.10	Colombia: taxonomía de los controles de capital	78
I.11	Brasil: taxonomía de los controles de capital	79
I.12	Perú: taxonomía de los controles de capital	80
I.13	Argentina: taxonomía de los controles de capital.....	81
II.1	Tasas supuestas de crecimiento del PIB real, 2022 - 2030	98
II.2	Cambios supuestos en las variables de energía	99
II.3	Fuentes de ingresos externos	100
II.4	Tendencias del ahorro y la inversión.....	101
II.5	El papel internacional de China	102
II.6	Crecimiento anual del PIB real	103
II.7	PIB per cápita	105
II.8	Déficit público.....	107
II.9	Deuda pública.....	109
II.10	Cuenta corriente	112
II.11	Posición de inversión internacional.....	115
II.12	Relación entre el empleo de las mujeres y el de los hombres	117
II.A1.1	Crecimiento anual del PIB real	123
II.A1.2	PIB per cápita	125
II.A1.3	Déficit público.....	126
II.A1.4	Deuda pública.....	127
II.A1.5	Cuenta corriente	129
II.A1.6	Posición de inversión internacional.....	130
II.A1.7	Relación entre el empleo de las mujeres y el de los hombres	131

III.1	Balance consolidado	144
III.2	Concepción de estabilidad financiera en el mandato de los bancos centrales de algunos países seleccionados, 2017	147
III.A1.1	Balance consolidado	180
IV.1	Saldo de la cuenta corriente como porcentaje del PIB	193
IV.2	Tasa de crecimiento del PIB	193
IV.3	Países de África seleccionados: entradas financieras netas, 2012-2013	200
IV.4	Magnitud del aumento de las entradas netas entre el final y el comienzo de los períodos: proporción.....	204
VI.1	Cantidad de políticas macroprudenciales según la base de datos iMaPP, 2000-2018	291
VI.2	Brasil: evolución del impuesto sobre las operaciones financieras, diciembre de 2007 a junio de 2014	301
VI.3	Chile: crédito otorgado al sector no financiero, 2002-2019	307
VI.4	Colombia: modificación de las políticas macroprudenciales, 2000-2018	316
VI.5	América Latina (5 países): resumen de políticas macroprudenciales.....	332
VI.A1.1	Chile: medidas macroprudenciales	339
VI.A1.2	Colombia: medidas macroprudenciales	340
VI.A1.3	Brasil: medidas macroprudenciales.....	341
VI.A1.4	México: medidas macroprudenciales.....	342
VI.A1.5	Perú: medidas macroprudenciales	343
VII.A1.1	Medidas macroprudenciales en algunos países de América Latina	366
VIII.1	Regulación micro- y macroprudencial y diferencias entre ambas	370
VIII.2	Externalidades sistémicas y sus efectos.....	372
VIII.3	Lista de instrumentos macroprudenciales.....	375
VIII.4	Matriz de flujo de transacciones	387
VIII.5	Impacto individual de las medidas macroprudenciales seleccionadas sobre el tipo de cambio nominal (<i>TCN</i>), el riesgo soberano <i>EMBI</i> y corporativo (<i>CEMBI</i>), las relaciones entre la deuda total y el PIB y la deuda privada y el PIB, el desajuste monetario, la relación entre beneficios netos y ventas, la confianza en la inversión y la relación entre la inversión y el PIB, 2016-2023.....	408
VIII.6	Impacto combinado de las medidas macroprudenciales seleccionadas sobre el tipo de cambio nominal (<i>TCN</i>), el riesgo soberano y corporativo (<i>EMBI</i> y <i>CEMBI</i>), las relaciones entre la deuda total y el PIB y la deuda privada y el PIB, el desajuste monetario, la relación entre beneficios netos y ventas, la confianza en la inversión y la relación entre la inversión y el PIB, 2016-2023	408

IX.1	Países emergentes y en desarrollo de Asia (8 países), América Latina (9 países) y África (9 países): participación del sector manufacturero en el empleo y bonanza financiera, 1980-2017	446
IX.2	Medidas de política macroprudencial exterior y de control del capital dirigidas al conjunto de la economía y a sectores concretos	456
X.1	Tasas de variación anual del PIB en regiones emergentes y en desarrollo seleccionadas, 2000-2007, 2008-2009, 2010-2019, medias de 2020 y 2021.....	468
X.2	Canales de transmisión de la política monetaria a la inestabilidad financiera.....	476

Gráficos

1	Evolución de la necesidad de financiamiento externo de las economías en desarrollo y emergentes, 2004-2020	24
2	Tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo en las regiones en desarrollo, 2000-2009 y 2010-2019	27
I.1	América Latina y el Caribe: evolución de las reservas internacionales, 2005-2020	83
III.1	Crisis bancarias y monetarias sistémicas antes y después del establecimiento de las normas sobre el nivel de recursos propios, 1970-2017	141
III.2	Factores que se toman en cuenta al evaluar el riesgo sistémico, 2019.....	146
III.3	Importancia de la supervisión macroprudencial en el marco de la supervisión bancaria según una encuesta del Banco Mundial, 2021.....	148
III.4	Actividad más importante para la supervisión bancaria según una encuesta del Banco Mundial, 2021	149
IV.1	Tipos de cambio efectivos nominales	186
IV.2	Tipos de cambio efectivos reales	186
IV.3	Tipo de cambio nominal con respecto al dólar durante la pandemia	187
IV.4	Evolución en el precio de los productos básicos	190
IV.5	Evolución en el precio de los productos básicos	191
IV.6	Variación en la relación de intercambio de mercancías.....	192
IV.7	Flujos de capital privado, 2000 a 2018	195
IV.8	Relación entre el flujo de capital neto y el PIB	197
IV.9	Valor medio anual de los flujos brutos de capital con respecto al PIB.....	199
IV.10	Países seleccionados de África: entradas de capital	202
IV.11	Reservas totales en meses de importaciones	207
IV.12	Reservas totales: porcentaje del total de deuda externa, 2001-2008.....	207

IV.13	Reservas totales: porcentaje de la deuda externa, 2009-2019	208
IV.14	Tipo de cambio oficial (unidades de divisa local por dólar estadounidense), promedio.....	208
IV.15	Birr etíope por dólar	214
V.1	India: entradas y salidas brutas, 2001-2019.....	252
V.2	Indonesia: entradas y salidas brutas, 2001-2018.....	252
V.3	Malasia: entradas y salidas brutas, 2001-2018	253
V.4	Tailandia: entradas y salidas brutas, 2001-2018.....	253
V.5	India, Indonesia, Malasia y Tailandia: reservas oficiales de divisas, 1990-2020	254
V.6	India, Indonesia, Malasia y Tailandia: rendimiento neto de los activos menos los pasivos exteriores brutos, 1995-2018	257
V.7	India: flujos netos de capital, variación de las reservas de divisas y salidas de ingresos primarios, 2001-2019.....	258
V.8	India: composición de los flujos netos de capital extranjero, 2001-2019.....	259
V.9	India: entradas y salidas de inversiones directas, 2001-2019.....	259
V.10	Tailandia: tipo de cambio trimestral del baht respecto del dólar, 2004-2012	264
V.11	Indonesia: valor trimestral promedio de la rupia respecto del dólar estadounidense, 1990-2018	267
VI.1	Brasil: volumen de la deuda externa, por concepto, 2001-2019	292
VI.2	Brasil: flujos de pasivos financieros externos, 2005-2019	293
VI.3	Brasil: créditos bancarios externos contra residentes, por sector... 294	
VI.4	Brasil: emisión internacional bruta de títulos de deuda por parte de residentes, 2005-2019	296
VI.5	Brasil: crédito a los hogares y a las sociedades no financieras, primer trimestre de 2005 a primer trimestre de 2020	297
VI.6	Brasil: ratio del servicio de la deuda, primer trimestre de 2005 a primer trimestre de 2020.....	297
VI.7	Brasil: modificación de las políticas macroprudenciales, 2000-2018.....	300
VI.8	Chile: volumen de la deuda externa, 2003-2019	304
VI.9	Chile: títulos de deuda internacional emitidos por residentes, 2005-2019.....	306
VI.10	Chile: precio de los inmuebles residenciales, 2002-2019	307
VI.11	Colombia: volumen de la deuda externa, 2000-2019	312
VI.12	Colombia: títulos emitidos en los mercados internacionales de deuda, por importe en circulación y como proporción de todas las emisiones de bonos en los mercados internacionales, 2000-2019	313
VI.13	Colombia: proporción de títulos de deuda pública cuyos titulares son extranjeros, 2009-2019.....	314
VI.14	Colombia: crédito al sector no financiero, 1996-2019	315

VI.15	Colombia: cociente Greenspan-Guidotti, 1996-2018.....	317
VI.16	México: deuda externa en bonos y préstamos, 2000-2019	319
VI.17	México: proporción de títulos de deuda pública cuyos titulares son extranjeros, 2004-2019	320
VI.18	México: crédito al sector nacional y servicio de la deuda del sector privado no financiero, 2000-2020.....	321
VI.19	México: modificación de las políticas macroprudenciales según la base de datos IMaPP, 2000-2018.....	322
VI.20	Perú: entradas financieras y déficit en cuenta corriente, 2005-2018.....	324
VI.21	Perú: emisión de títulos de deuda en los mercados internacionales por parte de residentes, 2000-2019.....	325
VI.22	Perú: composición monetaria de la deuda pública y participación extranjera en ella, 2004-2019	325
VI.23	Perú: coeficiente de dolarización de la liquidez bancaria y del crédito, 2000-2020.....	326
VI.24	Perú: crédito y flujos de pasivos externos, 2005-2018.....	327
VI.25	Perú: modificación de las políticas macroprudenciales, 2000-2018.....	328
VII.1	Estados Unidos: quiebras bancarias y tasa de desempleo, 1934-2020.....	348
VII.2	Uso creciente de medidas macroprudenciales en el transcurso del tiempo, 1995-2018.....	351
VII.3	Estados Unidos y China: posición de inversión internacional neta, 2008-2019	361
VIII.1	Evolución del impacto individual de las medidas macroprudenciales seleccionadas sobre el desajuste monetario, la relación entre la inversión y el PIB, la relación entre los beneficios y las ventas, la confianza en la inversión y el CEMBI, 2016-2023.....	411
VIII.2	Evolución del impacto individual de las medidas macroprudenciales seleccionadas sobre el tipo de cambio nominal (<i>TCN</i>), la relación entre la deuda pública y el PIB, el índice <i>EMBI</i> y el índice de volatilidad, 2016-2023	413
IX.1	América Latina (6 países) y Asia Oriental (6 países): brecha de la participación del sector manufacturero en el PIB, 1960-2018	435
IX.2	China, Türkiye, Sudáfrica y Viet Nam: brecha de la participación del sector manufacturero en el PIB, 1960-2018.....	436
IX.3	América Latina (6 países) y Asia Oriental (6 países): brecha de la participación del sector manufacturero en el empleo, 1960-2018	436

IX.4	China, Türkiye, Sudáfrica y Viet Nam: brecha de la participación del sector manufacturero en el empleo, 1960-2018.....	437
IX.5	Argentina, Brasil y México: brecha de la participación del sector manufacturero en el empleo y bonanza financiera, 1960-2018.....	439
IX.6	Chile, Colombia y Perú: brecha de la participación del sector manufacturero en el empleo y bonanza financiera, 1960-2018.....	440
IX.7	República de Corea, Singapur y Provincia China de Taiwán: brecha de la participación del sector manufacturero en el empleo y bonanza financiera, 1960-2018.....	440
IX.8	Indonesia, Malasia y Tailandia: brecha de la participación del sector manufacturero en el empleo y bonanza financiera, 1960-2018.....	441
IX.9	América Latina: volumen de reservas de divisas como proporción del total de la deuda externa, 1971-2019.....	452
X.1	Evolución del índice genérico de bonos soberanos estadounidenses a 10 años y del índice de deuda pública de los mercados emergentes en moneda local, 4 de mayo de 2021-8 de agosto de 2022.....	469
X.2	Evolución del índice genérico de bonos soberanos estadounidenses a 10 años y del índice de deuda pública de los mercados emergentes en dólares, 4 de mayo de 2021-8 de agosto de 2022.....	469

Diagrama

VII.1	Visión institucional del FMI sobre las medidas de gestión de los flujos de capital.....	355
-------	---	-----

Presentación

La pandemia de enfermedad por coronavirus (COVID-19) ha producido una de las peores crisis económicas y sociales registradas hasta la fecha. En 2020, el 90% de las economías del mundo experimentó una contracción del producto interno bruto (PIB) per cápita muy superior al récord histórico del 62% alcanzado durante la crisis financiera mundial de 2008-2009¹. La pandemia ha tenido efectos devastadores en las estructuras de producción y las cadenas de suministro, el empleo, la pobreza, la igualdad y los medios de subsistencia, que han afectado en gran medida a los países en desarrollo.

El COVID-19 ha exacerbado la asimetría existente entre la capacidad de respuesta de las economías desarrolladas y la de las economías en desarrollo. A pesar de la considerable heterogeneidad de la situación fiscal y la vulnerabilidad de la deuda en las regiones en desarrollo, la reacción de los Gobiernos ante la emergencia, sumada a la drástica reducción de los ingresos tributarios, ha incrementado considerablemente la carga de la deuda, que ya había aumentado en todas las regiones en desarrollo desde 2007.

El creciente nivel de endeudamiento ha limitado significativamente el margen fiscal de los Gobiernos de los países en desarrollo, pues la calidad del crédito soberano se ha deteriorado en muchas economías. En la actualidad, el 30% de las economías emergentes y en desarrollo y el 60% de los países de ingreso bajo están sobreendeudadas o cerca de estarlo. Esto limitará considerablemente su capacidad para cumplir los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), lo que supondría un costo estimado de 4 billones de dólares.

¹ Banco Mundial, *World Development Report 2022: Finance for an Equitable Recovery*, Washington D.C., 2022.

La guerra en Ucrania ha incrementado la complejidad de esta situación ya de por sí complicada, al generar la mayor crisis del costo de la vida del siglo XXI². Los precios de la energía y los alimentos han alcanzado máximos históricos, lo que agrava la inseguridad alimentaria mundial, mientras el costo del transporte marítimo se ha triplicado con creces con respecto a la media anterior a la pandemia³.

El reciente aumento de la inflación es un fenómeno mundial que afecta tanto a las economías desarrolladas como a las economías en desarrollo. La inflación se considera un enorme escollo para la recuperación sostenible tras la pandemia. Independientemente del origen de la inflación, la estrategia para reducirla han sido las políticas restrictivas de los bancos centrales mediante el incremento de las tasas de interés a corto plazo —que han sido especialmente pronunciadas en los países en desarrollo— y, sobre todo, el endurecimiento cuantitativo, cuyos efectos finales en los mercados monetarios nacionales e internacionales son inciertos. Hasta ahora, la reducción de los activos de los mercados emergentes desde enero de 2021 hasta el presente ha superado la registrada durante la crisis financiera mundial.

Las causas, la intensidad y la persistencia de la inflación, así como la respuesta de política adecuada, han pasado a un primer plano en los debates económicos y políticos en muchos países. En algunos países, el aumento de la inflación coincide con una disminución de la producción, mientras en otros el endurecimiento monetario puede provocar una recesión y, por tanto, plantear la posibilidad de estanflación.

Este contexto ha puesto de relieve, una vez más, la necesidad de que los países en desarrollo dispongan de los medios necesarios para ampliar su autonomía en materia de políticas a fin de alcanzar niveles de endeudamiento razonables y promover el pleno empleo de sus recursos. Además de mejorar y modernizar sus estructuras productivas, las economías en desarrollo deben disponer de herramientas para reducir su exposición y vulnerabilidad a las fluctuaciones del sector externo.

Esta publicación es una recopilación de estudios de investigación realizados por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) para el proyecto “Respuesta y recuperación: movilización de recursos financieros para el desarrollo en tiempos de COVID-19”, coordinado por la Subdivisión de Deuda y Financiación del Desarrollo de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) y ejecutado junto con la CEPAL, la Comisión Económica para África (CEPA) y la Comisión Económica y Social para Asia y el Pacífico (CESPAP).

² Naciones Unidas, “Global impact of the war in Ukraine: billions of people face the greatest cost-of-living crisis in a generation”, *Brief*, N° 2, Nueva York, 2022, pág. 5.

³ *Ibid.*

La publicación tiene tres objetivos. El primero es presentar un análisis comparativo de la experiencia de 19 países de África, Asia y América Latina con respecto al uso de controles de capital. Los controles de capital se refieren a diferentes tipos de intervención gubernamental en la cuenta financiera de la balanza de pagos de un país con el objetivo de restringir las salidas o entradas financieras, o ambas. Estos estudios de caso representativos sirven para ilustrar los objetivos y las modalidades que guían la regulación de los flujos de capital. Proporcionan una base de la que extraer importantes lecciones y directrices de política con respecto a la viabilidad y la eficacia de los controles de capital para el crecimiento sostenido.

A partir de una lógica similar y el análisis de los mismos países, el segundo objetivo consiste en proporcionar una evaluación crítica de la regulación macroprudencial en la teoría y la práctica. En términos generales, la regulación macroprudencial se define como un conjunto de políticas que apuntan a reducir el riesgo sistémico originado por las externalidades sistémicas, ya sea a lo largo del tiempo o en instituciones y mercados. Se muestra que la regulación macroprudencial puede ser un concepto vago y de aplicación limitada. La crítica abarca tanto los enfoques convencionales de la regulación macroprudencial como los heterodoxos.

El tercer objetivo es describir y explicitar las relaciones y los mecanismos de transmisión que vinculan al sector externo con la economía nacional.

Esperamos que el análisis y las discusiones contribuyan a un debate sumamente necesario sobre la manera de ampliar el espacio de política económica de los países en desarrollo en un momento crucial de su historia.

Introducción

Esteban Pérez Caldentey

Este libro, *Apertura financiera, fragilidad financiera y políticas para la estabilidad económica: un análisis comparativo entre regiones del mundo en desarrollo*, es una recopilación de estudios de investigación realizados para el proyecto “Respuesta y recuperación: movilización de recursos financieros para el desarrollo en tiempos de COVID-19”, coordinado por la Subdivisión de Deuda y Financiación del Desarrollo de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) y ejecutado junto con la Comisión Económica para África (CEPA), la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y la Comisión Económica y Social para Asia y el Pacífico (CESPAP). Este es uno de los cinco proyectos a corto plazo de la Cuenta de las Naciones Unidas para el Desarrollo iniciados en mayo de 2020 para responder a la crisis causada por la pandemia de enfermedad por coronavirus (COVID-19). El objetivo del proyecto es contribuir a que los países en desarrollo de ingreso bajo y de ingreso mediano de África, Asia y el Pacífico y América Latina y el Caribe diagnostiquen sus fragilidades macrofinancieras, fiscales, financieras externas y de deuda en el contexto mundial y diseñar respuestas de política apropiadas e innovadoras a la pandemia de COVID-19 que conduzcan a una recuperación alineada con el logro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS).

Los distintos capítulos del libro ofrecen, por una parte, una perspectiva comparativa regional de los retos que una estrategia de desarrollo basada, en gran medida, en una mayor apertura financiera exterior y una mayor flexibilidad del tipo de cambio plantea a las economías en desarrollo que tienen limitaciones de la balanza de pagos. Estos retos se han vuelto más evidentes debido al impacto de la pandemia de COVID-19 y al reciente aumento de la inflación en todo el mundo, a lo que se suma una desaceleración del crecimiento.

Por otra parte, en los capítulos se examinan en detalle las respuestas de política de diferentes países de África, Asia y América Latina a un contexto de mayor volatilidad externa y potencial fragilidad financiera. El análisis de las respuestas de política se centra en el uso de los controles de capital y los instrumentos de regulación macroprudencial para reducir la vulnerabilidad externa y mitigar el impacto del ciclo financiero. Los capítulos también se centran en las lecciones aprendidas comunes a los diferentes países y regiones incluidos en este estudio.

1. La restricción financiera externa al crecimiento

El crecimiento de las economías en desarrollo se ve limitado por el desempeño del sector externo. La noción de crecimiento bajo una restricción externa sitúa la organización de las relaciones económicas internacionales en el centro del análisis. El desempeño económico de los países en desarrollo está determinado, en gran medida, por la arquitectura financiera internacional. El sistema financiero y monetario actual está anclado al dólar de los Estados Unidos como moneda de reserva y los países que no emiten la moneda de reserva internacional necesitan adquirir y acceder a esta moneda (por ejemplo, mediante una política de acumulación de reservas internacionales) para poder importar (y desarrollarse) y realizar transacciones financieras internacionales.

Con una cuota del 15% del producto interno bruto (PIB) mundial, el dólar de los Estados Unidos representa una gran parte de la emisión de valores y las reservas internacionales oficiales mundiales, y la deuda externa de las economías emergentes está denominada en dólares. La crisis financiera mundial (2008-2009) y la crisis causada por la pandemia de COVID-19 han reforzado la hegemonía del dólar como principal moneda de reserva internacional. Alrededor del 80% de las transacciones internacionales en todo el mundo se realiza en dólares¹. Asimismo, al

¹ Los cálculos basados en BPI (2022b) muestran que, en 2020, la deuda denominada en dólares representaba el 80% de la emisión total en los mercados emergentes y las economías en desarrollo: el 76% en los países en desarrollo de Europa, el 78% en los países en desarrollo de Asia y el Pacífico, el 84% en los países en desarrollo de África y Oriente Medio y el 90% en los países en desarrollo de América Latina y el Caribe.

menos la mitad del comercio internacional se factura en dólares, lo que representa alrededor de cinco y tres veces la participación de los Estados Unidos en las importaciones y exportaciones mundiales totales de bienes, respectivamente (Carney, 2019).

Esta situación crea mecanismos que refuerzan el dominio del dólar a nivel mundial. La importancia de esta moneda en las transacciones internacionales genera una creciente demanda de activos denominados en dólares que, sumada a su mayor liquidez y seguridad, reduce su rentabilidad al generar un mayor incentivo a la tenencia y demanda de esta divisa, y como corolario de la deuda denominada en dólares. A su vez, la necesidad de cubrir las brechas y los desajustes monetarios supone un aumento de las transacciones en dólares.

En general, la existencia de una jerarquía monetaria se ha analizado desde la perspectiva del papel que desempeña la Reserva Federal de los Estados Unidos al dictar la política monetaria mundial sin necesidad de coordinarse explícitamente con otros bancos centrales e imponer los costos de sus políticas a otros países, en particular a las economías emergentes y en desarrollo.

El impacto de la política monetaria de los Estados Unidos es especialmente pronunciado cuando una proporción significativa de la deuda está denominada en dólares, como en el caso de algunos gobiernos y del sector empresarial no financiero de las economías en desarrollo. Los cambios en la política monetaria (cuando son contractivos) aumentan los costos del servicio de la deuda, los pagos del principal y el costo del posible refinanciamiento de la deuda.

El canal de transmisión de la política monetaria de los Estados Unidos se ha reforzado debido a la creciente importancia del mercado internacional de capitales (bonos), que representa alrededor del 56% de la liquidez mundial. De hecho, el mercado de bonos proporciona un canal de transmisión de la política monetaria de los Estados Unidos más fuerte que los préstamos transfronterizos de los bancos comerciales.

Los cambios en la política monetaria afectan principalmente a los deudores (prestatarios) y los tenedores de bonos se ven afectados por la relación inversa entre el precio de un bono y la tasa de interés. El rendimiento de un bono es igual al dividendo recibido más la variación del precio ($Yield = Interest + (P_{t1} - P_{t2})$).² Para una tasa de interés determinada (teniendo en cuenta que la mayor parte de las emisiones de bonos internacionales son de interés fijo), una disminución del precio de un bono

² P_{t1} y P_{t2} se refieren al precio de los bonos en los momentos $t1$ y $t2$.

entre dos momentos (t_1 y t_2) reduce su rendimiento y da lugar a una pérdida de capital para los tenedores de bonos. En determinadas circunstancias, esto puede reducir el incentivo para conservar los bonos como activos y, por lo tanto, limitar el potencial para utilizar el mercado de bonos como mecanismo de préstamo y financiamiento.

La información econométrica mundial para un conjunto de 49 países relativa al período 1995-2018 muestra que, como es de esperar, la tasa de los fondos federales tiene una relación inversa con los flujos de crédito y los títulos de deuda. Sin embargo, el impacto tiende a ser mayor cuando se consideran solo los títulos de deuda. Otras variables que pueden obstaculizar los flujos de crédito son el nivel de volatilidad, medido por el índice de volatilidad de la Bolsa de Opciones de Chicago (CBOE), y el riesgo soberano (índice de bonos de mercados emergentes (EMBI)). Específicamente, un aumento de 25 puntos básicos de la tasa se traduce en una reducción de 80 puntos básicos de los flujos de crédito a las instituciones bancarias. Además, el impacto es más significativo para los títulos de deuda, que disminuyen 100 y 66 puntos básicos en el caso de las sociedades financieras y no financieras, respectivamente (CEPAL, 2019).

Además de las repercusiones directas que la política monetaria de los Estados Unidos puede tener en las economías en desarrollo, otro aspecto interrelacionado de la jerarquía monetaria se refiere a la capacidad de los países en desarrollo para aplicar políticas expansivas de pleno empleo cuando su capacidad para aplicar este tipo de políticas está en gran medida permanentemente delimitada y restringida por las condiciones externas.

En este sentido, las iniciativas de crecimiento de estas economías se enfrentan a una restricción externa. Específicamente, los países se enfrentan a una restricción externa cuando su desempeño (actual y esperado) en los mercados externos y la respuesta de los mercados financieros a dicho desempeño (actual y esperado) delimitan y restringen su margen de maniobra para implementar políticas internas, incluida la política fiscal, cambiaria y monetaria³.

³ Esta definición se basa en McCombie y Thirlwall (1999, pág. 49), según los cuales los países se enfrentan a una restricción externa cuando su desempeño en los mercados extranjeros y la respuesta de los mercados financieros a ese desempeño restringen el crecimiento a una tasa inferior a la que justificarían las condiciones internas (como la tasa de desempleo tanto registrado como encubierto y el grado de utilización de la capacidad). Esta definición supone que los países crecen a un ritmo inferior al compatible con el pleno empleo. En consecuencia, la organización del sistema económico mundial, incluida su arquitectura financiera, tiene un sesgo restrictivo e impide a los países sometidos a restricciones externas alcanzar su máximo potencial de crecimiento.

Tradicionalmente, la restricción externa se aborda desde el lado del sector real, es decir, determinando la tasa de crecimiento de una economía que es compatible con el equilibrio de la cuenta corriente. Esto presupone que el comportamiento de las cuentas financieras de la balanza de pagos está determinado por la cuenta corriente (o que la cuenta financiera “financia” la cuenta corriente).

La existencia de una restricción externa significa que es poco probable que una economía pueda mantener un déficit en cuenta corriente durante un largo período, excepto en el caso de los países que suelen recibir cantidades sustanciales de inversión extranjera directa (IED) o flujos de asistencia oficial (McCombie y Thirlwall, 1999). A largo plazo, los países tienen que mantener su cuenta corriente o balanza básica (la cuenta corriente más los flujos financieros a largo plazo) en equilibrio. Mantener un déficit en cuenta corriente o un “déficit de balanza básica” resultará insostenible, pues el país contraerá la absorción o acabará en una crisis de la balanza de pagos o financiera. La tasa de crecimiento compatible con el equilibrio de la balanza de pagos solo puede aumentarse mediante un cambio estructural progresivo.

Una interpretación alternativa de la restricción externa hace hincapié en el papel determinante de los factores financieros en lugar de los reales y en que puede darse el caso de que la restricción financiera externa se haga sentir antes que la restricción externa (reflejada en la cuenta corriente).

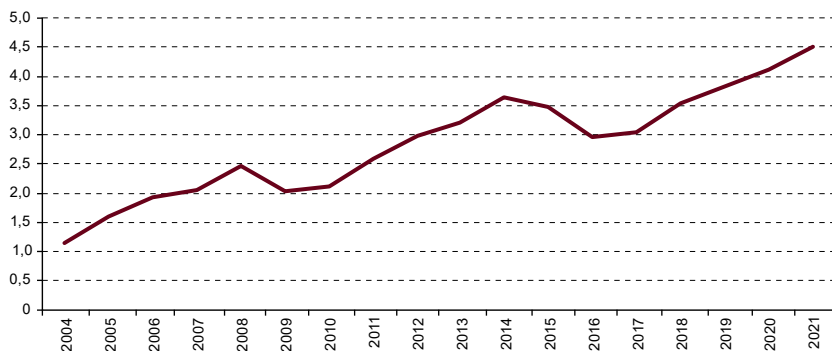
La creciente apertura financiera interna y externa de las economías en desarrollo, incluidas las de América Latina y el Caribe, junto con sus políticas internas aplicadas para adaptarse a esta mayor apertura financiera, ha determinado que su desempeño dependa en gran medida de los caprichos de los flujos financieros extranjeros y, especialmente, de los flujos a corto plazo. Esto también ha configurado el tipo de mecanismos de transmisión entre el sector financiero y el real. La combinación de estos factores puede empujar a una economía a una meseta de bajo crecimiento sin que se produzcan crisis financieras y antes de que la restricción actual se vuelva vinculante.

2. El aumento de las necesidades de financiamiento externo y su relación con la dinámica de la deuda

Los efectos de la pandemia de COVID-19 y las políticas aplicadas en respuesta a ella aumentaron la necesidad de liquidez de los países. El inevitable aumento de las tasas de interés internacionales para combatir la creciente inflación intensificará aún más la demanda de liquidez.

Tras la crisis financiera mundial (2008-2009), la necesidad de financiamiento externo de las economías en desarrollo y emergentes (América Latina y el Caribe) (la suma de la balanza de cuenta corriente más la amortización de la deuda externa) ha aumentado considerablemente. Entre 2010 y 2020 esta aumentó de 2 a 5 billones de dólares (véase el gráfico 1). El aumento de la necesidad de financiamiento externo refleja, por una parte, el deterioro de la posición de la cuenta corriente de los países en desarrollo entre 2010 y 2018 (282.000 y -55.000 millones de dólares, respectivamente).

Gráfico 1
Evolución de la necesidad de financiamiento externo de las economías en desarrollo y emergentes, 2004-2020
(En billones de dólares)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), World Economic Outlook, abril de 2022 [base de datos en línea] <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/April>.

Nota: La necesidad de financiamiento se calcula como la suma del saldo de la cuenta corriente y la amortización de la deuda pública y privada.

Por otra parte, el aumento de la necesidad de financiamiento capta un proceso más importante de acumulación de deuda externa que se ha producido en todas las regiones en desarrollo desde el final de la crisis financiera mundial. América Latina y el Caribe es la región más endeudada del mundo en desarrollo y, además, presenta la mayor razón de servicio de la deuda. Entre 2010 y 2021, la deuda externa como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios aumentó del 60% al 83% en Asia, del 132% al 182,6% en América Latina y el Caribe, del 75% al 137,2% en Oriente Medio y Asia Central y del 75% al 171,1% en África Subsahariana (FMI, 2022). El aumento de las obligaciones de la deuda puede poner en peligro la recuperación y la capacidad de los países para construir un futuro mejor (véase el cuadro 1).

Cuadro 1
Indicadores de deuda externa de los mercados emergentes y las economías en desarrollo, 2019-2020
(En porcentajes)

Región	Deuda externa como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios			Deuda externa como porcentaje del PIB			Servicio de la deuda externa como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Mercados emergentes y economías en desarrollo	116,6	137,0	111,8	30,5	32,6	30,7	42,1	38,7	35,4
Países emergentes y en desarrollo de Asia	86,0	97,5	83,2	18,8	19,7	19,3	47,2	50,2	43,6
Países emergentes y en desarrollo de Europa	120,9	142,2	110,9	46,8	52,3	51,9	42,5	49,2	38,3
América Latina y el Caribe	192,6	224,7	182,6	47,9	55,5	51,8	50,9	59,5	41,7
Oriente Medio y Asia Central	125,0	177,7	137,2	46,8	51,8	42,4	22,2	30,0	20,6
África Subsahariana	172,5	215,3	171,1	42,6	43,9	41,1	28,5	32,8	29,5

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), World Economic Outlook, abril de 2022 [base de datos en línea] <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/April>.

3. Composición de la deuda externa

El aumento de la deuda fue impulsado por los mercados de capitales y, en menor medida, por los préstamos y depósitos transfronterizos de los bancos. El mercado internacional de bonos se ha convertido en una importante fuente de liquidez mundial y financiamiento transfronterizo, superando el financiamiento transfronterizo intermediado por los bancos. Los datos disponibles sobre los títulos de deuda pendientes emitidos por prestatarios no bancarios aumentaron de 1,5 a 9,8 billones de dólares entre el cuarto trimestre de 2000 y 2021. Este importe representaba el 56% de la liquidez total a nivel mundial. Las economías desarrolladas son los principales proveedores y beneficiarios de los flujos de deuda. Aun así, las economías emergentes que obtienen préstamos mediante el mercado internacional de bonos representan aproximadamente una cuarta parte del total y los bonos el 48% de la liquidez mundial canalizada hacia este grupo de economías (véase el cuadro 2).

Cuadro 2
Montos totales de crédito a prestatarios no bancarios (préstamos bancarios transfronterizos y emisiones de deuda), 2000-2021
(En billones de dólares)

Mundo	2000	2007	2019	2020	2021
Títulos de deuda internacionales (bonos)	1,5	3,9	4,6	8,6	9,8
Préstamos transfronterizos	1,6	4,3	4,9	7,5	7,9
Bonos/Liquidez (En porcentajes)	47	48	48	54	56
Mercados emergentes					
Títulos de deuda internacionales (bonos)	0,4	0,7	0,8	2,2	2,7
Préstamos transfronterizos	0,6	1,2	1,6	2,5	2,5
Bonos/Liquidez (En porcentajes)	42	36	34	47	48

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), Global Liquidity Indicators, 2022 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/gli.htm>.

Nota: Los datos incluyen emisiones de bonos y préstamos transfronterizos en dólares, euros y yenes. Todas las cifras se convirtieron a dólares de los Estados Unidos utilizando el tipo de cambio del trimestre correspondiente. La liquidez se refiere a la suma de bonos y préstamos transfronterizos. Los datos corresponden al cuarto trimestre de cada año.

En comparación con la década de 1990, en la que los mercados internacionales de capitales servían para financiar la deuda de las administraciones públicas, en el período 2010-2021, el uso del mercado internacional de bonos no se ha limitado al gobierno. Además del sector financiero, el sector empresarial no financiero también ha recurrido ampliamente al mercado de bonos durante este período (véase el cuadro 3).

Cuadro 3
Saldo vivo de emisiones de títulos de deuda por economías emergentes y regiones en desarrollo seleccionadas, cuarto trimestre de 2018-cuarto trimestre de 2022, datos trimestrales
(En miles de millones de dólares)

Región o sector	2018	2019	2020	Primer trimestre de 2022	
Economías emergentes	Total	2 487	2 686	2 970	3 147
	Administración pública	1 110	1 220	1 420	1 490
	Sector financiero	1 219	1 291	1 346	1 418
	Sector empresarial no financiero	646	706	756	807
Países en desarrollo de África y Oriente Medio	Total	448	536	647	733
	Administración pública	257	332	418	464
	Sector financiero	197	209	221	249
	Sector empresarial no financiero	83	91	111	131

Cuadro 3 (continuación)

Región o sector	2018	2019	2020	Primer trimestre de 2022	
Países en desarrollo de Asia y el Pacífico	Total	769	832	914	998
	Administración pública	181	196	220	237
	Sector financiero	606	658	707	758
	Sector empresarial no financiero	198	224	248	234
Países en desarrollo de América Latina y el Caribe	Total	825	870	905	941
	Administración pública	392	412	453	487
	Sector financiero	211	231	263	223
	Sector empresarial no financiero	313	330	336	332

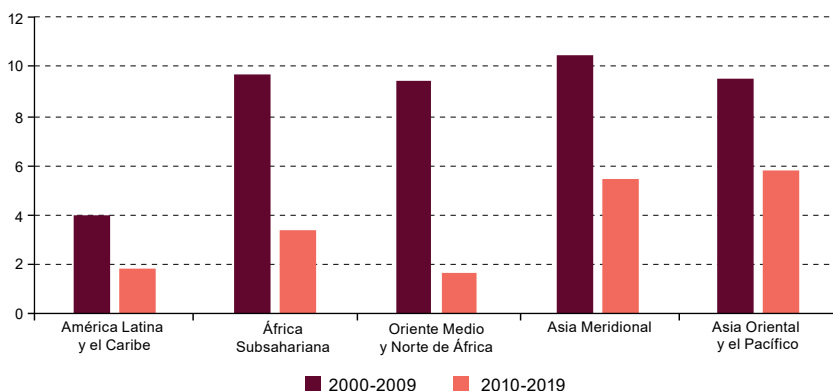
Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), Debt Securities Statistics, 2022 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm>.

Nota: La suma de los diferentes componentes no arroja el total indicado pues las instituciones financieras públicas no se incluyeron en el cuadro 3.

4. Deuda e inversión

El amplio uso de la deuda no ha ido acompañado de un aumento de la inversión. Por el contrario, los datos indican la coexistencia del aumento de la deuda con la disminución de la tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo en todas las regiones en desarrollo (véase el gráfico 2).

Gráfico 2
Tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo en las regiones en desarrollo, 2000-2009 y 2010-2019
(En porcentajes)



Fuente: Banco Mundial, Indicadores del Desarrollo Mundial, 2021 [base de datos en línea] <https://databank.bancomundial.org/reports.aspx?source=world-development-indicators>.

Esto puede indicar que, en consonancia con las investigaciones recientes para otras economías emergentes, el sector endeudado y, en particular, el sector empresarial no financiero, no utiliza el mercado internacional de bonos para ampliar la capacidad productiva o mejorar la productividad, sino más bien con objetivos financieros. Específicamente, las empresas no financieras pueden haber actuado como intermediarios financieros al captar liquidez internacional e invertir una cantidad cada vez mayor en activos financieros (Advjiev, Chui y Shin, 2014). Los crecientes flujos de capital de las empresas no financieras hacia los activos financieros de los países emergentes han suscitado preocupación por las posibles implicaciones macroeconómicas de dicha tendencia en cuanto a la fragilidad e inestabilidad financiera de los países receptores de este tipo de inversiones.

5. Mayor dependencia de los flujos a corto plazo

La contrapartida del aumento del endeudamiento es la mayor dependencia de los flujos a corto plazo. En el caso de América Latina y el Caribe, el análisis de la cuenta financiera de la balanza de pagos para el período 1980-2020 muestra que la región se apoyó significativamente en los flujos de capital a corto plazo en la década de 1990 y tras la crisis financiera mundial (2008-2009). En la década de 1990, los flujos a corto plazo llegaron a 25.900 millones de dólares, pare luego crecer a 32.100 millones de dólares en el período 2001-2009 y a 107.400 millones de dólares en el período 2010-2020. La comparación entre 2003-2009 y 2010-2019 indica que la proporción de entradas a corto plazo en el total de entradas aumentó del 37,3% al 52,1%.

Durante la pandemia de COVID-19, el comportamiento de los mercados de capitales privados reforzó la creciente dependencia de las economías emergentes de los flujos de financiamiento a corto plazo. Los datos disponibles para América Latina y el Caribe muestran que las entradas brutas de cartera aumentaron un 30% entre 2019 y 2020 (de 19.700 millones de dólares a 27.200 millones de dólares). Por otra parte, las entradas brutas de otras inversiones aumentaron aproximadamente un 50% en el mismo período (de 7.500 millones de dólares en 2019 a 13.900 millones de dólares en 2020). Al mismo tiempo, las entradas de IED disminuyeron un 39% (de 156.300 millones de dólares a 95.800 millones de dólares en el mismo período).

Además, se debe tener en cuenta que las entradas de IED incluyen los fondos propios, los beneficios reinvertidos y los préstamos entre empresas, que pueden considerarse como un flujo a corto plazo. La IED se basa en un interés estratégico duradero entre una empresa que reside en un país anfitrión y un inversionista directo que vive fuera del país anfitrión de la empresa. Por convención, el criterio para establecer un interés duradero está dado por una referencia de propiedad por parte del inversionista

directo de al menos el 10% del poder de voto de la empresa. Este punto de referencia proporciona al inversionista directo un grado significativo de influencia en la gestión de la empresa (Patterson y otros, 2004).

Por lo tanto, todas las transacciones de capital comprendidas en la referencia del 10% o más se consideran transacciones de IED. Sobre esta base, se puede establecer una diferencia entre los fondos propios, los beneficios reinvertidos y los préstamos entre empresas: mientras los fondos propios pueden constituir una relación de IED, en el sentido de que pueden proporcionar el 10%, o más, del poder de voto de una empresa, los beneficios reinvertidos y los préstamos entre empresas se caracterizan como IED una vez que se ha establecido una relación de IED (Wacker, 2013).

En consecuencia, en virtud de la definición anterior, los flujos de fondos propios pueden no comportarse de forma similar a los beneficios reinvertidos o a los préstamos entre empresas. Puede que no respondan a los mismos motivos y lógica. De hecho, los fondos propios pueden tender a comportarse como un flujo a largo plazo y, por tanto, pueden ser más estables que los beneficios reinvertidos y los préstamos entre empresas, que pueden responder a consideraciones a corto plazo, similares a las que impulsan los flujos de cartera. Efectivamente, Avdjiev, Chui y Shin (2014, pág. 71) sostienen que los préstamos entre empresas pueden considerarse como flujos de cartera disfrazados de IED.

Los datos disponibles en el caso de América Latina muestran el aumento de la importancia de los flujos de IED-deuda a lo largo del tiempo y, especialmente en el período posterior a la crisis, en relación con los flujos de IED-capital (el 17,6% y el 38,6% en los períodos 2000-2009 y 2010-2019), lo que proporciona otra razón para tratarlos como categorías de análisis separadas.

6. El aumento de la deuda y la mayor dependencia de los flujos a corto plazo se producen en un contexto de reducción del margen fiscal y monetario

La mayor dependencia de los flujos a corto plazo y el aumento de la deuda en el período 2010-2019 tienen lugar en un contexto de reducción del margen fiscal y monetario con respecto a la década de 1990. La mayoría de los países de la región ha firmado acuerdos de inversión (junto con acuerdos comerciales) que le impiden imponer restricciones y controles en la cuenta financiera y de capital de la balanza de pagos, incluidos los flujos a corto plazo⁴.

⁴ Algunos se han incorporado como miembros de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), como Chile, México y Colombia.

Además, la mayoría de los países ha evolucionado con el tiempo hacia una mayor flexibilidad del mercado, que incluye regímenes cambiarios más flexibles. En 2020 la mayor parte de los países de América Latina y el Caribe (71%) contaba con regímenes cambiarios de flotación libre, administrados o de paridad móvil (Abeles, Pérez Caldentey y Porcile, 2020, pág. 166). La excepción a esta regla corresponde principalmente a las economías del Caribe (Unión Monetaria del Caribe Oriental, Bahamas, Barbados, Belice, Guyana y Trinidad y Tabago).

La evolución hacia regímenes cambiarios más flexibles se justifica principalmente por el hecho de que estos proporcionan un importante amortiguador de los choques externos, que impide la transmisión de sus efectos a la economía nacional. Sin embargo, en un contexto de elevado endeudamiento y desajustes monetarios, la flexibilidad de los tipos de cambio puede aumentar la vulnerabilidad y la fragilidad financiera y fomentar la salida de capitales.

Dos factores adicionales reducen aún más el espacio de políticas de los países de América Latina y el Caribe. El primero es el bajo valor del multiplicador (m ; $m \approx 1$)⁵ determinado por factores estructurales, que se ve agravado por los bajos niveles de inversión pública. Esto significa que el efecto del multiplicador en el crecimiento puede ser insuficiente para actuar como motor de crecimiento. El segundo es que el gasto público se ve limitado por la percepción del riesgo soberano que, como se analiza más adelante, está muy correlacionado con las variaciones del tipo de cambio nominal (Abeles, Pérez Caldentey y Porcile, 2020).

7. La vulnerabilidad financiera planteada por una mayor exposición a los mercados internacionales de capitales: la dinámica del riesgo de cambio y la política fiscal anticíclica

La mayor exposición a los mercados internacionales de capital privado, junto con la mayor importancia de los flujos a corto plazo en condiciones de mayor endeudamiento y comportamiento financierizado, puede sentar las bases para una mayor volatilidad, fragilidad financiera, prociclicidad de la política económica y reducción del espacio de políticas. Un mecanismo de transmisión clave que puede poner en evidencia estos factores es la interacción entre el tipo de cambio nominal y la percepción del riesgo.

⁵ $(1) m = \frac{1}{s_p + \xi + \tau} s_p = (1 - \alpha) + s_w \alpha$

donde s_p = la propensión media al ahorro; α = la proporción de los salarios en el PIB; s_w = la propensión a ahorrar del ingreso del trabajo; ξ = la propensión media a importar; y τ = la carga fiscal media. Se supone que los capitalistas gastan todos sus ingresos.

Los datos disponibles para una de las regiones estudiadas, América Latina, muestran una asociación positiva y estadísticamente significativa entre la tasa de variación del tipo de cambio nominal y la percepción del riesgo. A las depreciaciones (apreciaciones) del tipo de cambio nominal sigue un empeoramiento (una mejora) de la percepción del riesgo. Los datos empíricos apuntan a una causalidad entre el tipo de cambio nominal y el índice de bonos de mercados emergentes (EMBI). Sin embargo, no hay razón para creer que la causalidad no pueda existir también en la dirección opuesta (véase el cuadro 4).

Cuadro 4
Resultados de la causalidad de Granger entre la tasa de variación del índice de riesgo soberano (índice de bonos de mercados emergentes (EMBI)) y la tasa de variación del tipo de cambio nominal (NER)

	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú
Modelo	VAR (2)	VAR (2)	VAR (2)	VAR (2)	VAR (1)
Especificación con variable <i>dummy</i> d	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Pueba de Jarque-Bera	2,80 (0,59)	4,60 (0,32)	3,02 (0,55)	7,02 (0,13)	5,07 (0,27)
Prueba LM (8)	1,94 (0,74)	2,74 (0,60)	5,12 (0,28)	1,56 (0,81)	3,49 (0,48)
Prueba de White (C.T.)	63,57 (0,07)	104,95 (0,32)	94,28 (0,82)	113,18 (0,50)	70,23 (0,11)
NER causa EMBI	1,10 (0,58)	28,40 (0,00)	7,95 (0,02)	12,61 (0,00)	21,78 (0,00)
EMBI causa NER	34,41 (0,00)	3,94 (0,14)	20,80 (0,00)	9,66 (0,00)	0,43 (0,51)

Fuente: L. Nalin, sobre la base de fuentes oficiales.

Nota: Valores *p* entre paréntesis; prueba LM = prueba de autocorrelación de residuos; prueba de White (C.T.) = Prueba de heterocedasticidad de residuos; Jarque Bera = prueba de normalidad residual; los resultados destacados en rojo son estadísticamente significativos al nivel de confianza del 95%.

La dinámica entre los tipos de cambio nominales y el EMBI tiene importantes implicaciones para la política fiscal anticíclica. Un aumento del gasto público y del déficit público puede, en determinadas circunstancias, conducir a un aumento de la percepción del riesgo, que lleva a un incremento del EMBI. El incremento del EMBI no solo aumenta el costo de los préstamos en los mercados financieros exteriores, sino que también provoca una depreciación del tipo de cambio, que determina el aumento de la carga de la deuda en moneda extranjera.

Este mecanismo de transmisión es especialmente relevante en el actual contexto de pandemia y también en el contexto del aumento de las tasas de interés. Como se explicó anteriormente, el impulso del mercado internacional de bonos ha abierto una importante fuente de financiamiento. A la vez, ha exacerbado la vulnerabilidad financiera al aumentar el endeudamiento, que ya había alcanzado niveles históricos antes del estallido de la pandemia.

La vulnerabilidad financiera de los gobiernos se ve agravada por un análisis de las calificaciones soberanas de las tres principales agencias de calificación crediticia (Moody's, Standard & Poor's y Fitch), que muestra que más de la mitad de las economías de las que se dispone de datos está clasificada con las peores calificaciones (riesgo sustancial y grados especulativos) (véase el cuadro 5).

Cuadro 5
Calificaciones de riesgo de crédito de regiones en desarrollo seleccionadas, 2021

Categorías	África		Asia		Oriente Medio		América Latina y el Caribe	
	Número de países	Porcentaje	Número de países	Porcentaje	Número de países	Porcentaje	Número de países	Porcentaje
Muy bajo								
Bajo			10	23	4	21	1	21
Medio	3	6	13	30	5	26	5	26
Alto	24	48	15	34	7	37	17	37
Muy alto	23	46	6	14	3	16	4	16
Total	50	100	44	100	19	100	27	100

Fuente: CountryRisk.io, Sovereign Risk, 2021 [en línea] <https://www.countryrisk.io/platform>.

Entre ellas se encuentran la mayoría de las economías más pequeñas de la región y algunas de las que se encontraban en una posición más débil antes de la pandemia.

Pero incluso si el gobierno no está endeudado en moneda extranjera, el mecanismo descrito anteriormente sigue siendo válido. La cuestión no gira en torno a la moneda en la que se denomina la deuda *per se*. Es más bien una cuestión de quién es el dueño de la deuda. Si la deuda se emite en moneda nacional pero es propiedad de inversionistas extranjeros, una depreciación efectiva o prevista puede tener un efecto similar en la economía que si la deuda se emitiera en moneda extranjera. Puede dar lugar a pérdidas de capital esperadas de los inversionistas extranjeros que poseen deuda denominada en moneda nacional. Esto dará lugar a salidas de capital y a un aumento de la percepción de riesgo (incremento del EMBI). Si la percepción del riesgo afecta a su vez el tipo de cambio, este mecanismo puede proporcionar la base para un proceso acumulativo. Los datos disponibles sugieren que, al menos en algunos países de América Latina, gran parte de la deuda pública es propiedad de inversionistas extranjeros.

Además, el aumento del endeudamiento externo tiene también una vulnerabilidad endógena. El sector empresarial no financiero de las economías en desarrollo tiende a operar con desajustes monetarios (BPI,

2019). Los pasivos denominados en moneda extranjera son superiores a los activos denominados en moneda extranjera. Además, los datos disponibles muestran que el desajuste monetario ha aumentado en la segunda mitad de la década de 2000 (véase el cuadro 6) (Chui, Kuruc y Turner, 2018).

Cuadro 6
Economías emergentes y en desarrollo seleccionadas (12 países): activos netos en moneda extranjera del sector empresarial privado como proporción de las exportaciones, 2007-2014
(En porcentajes)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Brasil	-43,3	-37,0	-45,6	-54,4	-60,2	-72,2	-64,1	-74,6
Chile	-20,6	-34,6	-51,8	-44,8	-43,8	-47,1	-48,5	-58,7
Hungría	-30,7	-40,1	-48,9	-34,4	-26,3	-26,3	-22,6	-16,9
México	-10,3	-9,7	-15,1	-18,0	-18,9	-21,3	-27,4	-30,3
India	-15,3	-16,5	-18,4	-18,2	-16,1	-19,1	-19,5	-18,6
Indonesia	-12,6	-7,9	-4,9	-8,7	-14,5	-23,1	-31,3	-41,1
Malasia	-8,0	-12,7	-14,5	-8,0	-7,9	-5,1	-10,8	-8,7
Filipinas	-0,7	-2,9	-1,4	-11,5	-15,8	-23,5	-25,5	-16,3
Polonia	-14,4	-27,6	-42,0	-38,5	-31,2	-30,6	-28,6	-22,7
Federación de Rusia	-37,2	-16,0	-8,1	-5,5	-1,3	-2,1	-5,7	1,5
Tailandia	8,7	1,6	-1,6	-4,9	-1,7	-6,7	-7,9	-4,0
Türkiye	-41,8	-37,7	-46,1	-64,4	-60,5	-67,9	-86,9	-91,4

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de M. Chui, E. Kuruc y P. Turner, "A new dimension to currency mismatches in the emerging markets: non-financial companies", *BIS Working Paper*, N° 550, Banco de Pagos Internacionales (BPI), 2016, pág. 44.

Nota: Los valores de los activos netos en moneda extranjera del sector empresarial no gubernamental se agregan como activos externos netos (AEN) de las sociedades de depósito (excluido el banco central) más los activos transfronterizos no bancarios en moneda extranjera con los bancos declarantes al BPI menos los pasivos transfronterizos no bancarios en moneda extranjera (excluidos los títulos de deuda) con los bancos declarantes al BPI menos los títulos de deuda internacionales pendientes de los sectores no bancario y no gubernamental en moneda extranjera; posición pendiente a final de año (Chui, Kuruc y Turner, 2016, pág. 44).

Una depreciación del tipo de cambio nominal, como las que han ocurrido tras la salida de flujos financieros de las economías emergentes como consecuencia de la crisis del COVID-19, aumenta los costos del servicio de la deuda y la carga de la deuda, incrementando así el riesgo de crédito. Este efecto puede reforzar la tendencia a la salida de flujos financieros, al endurecer las condiciones de financiamiento. Además, si las empresas que se encuentran en una situación de desajuste compran divisas para hacer frente a sus obligaciones en moneda extranjera, la mayor demanda de divisas puede agravar la depreciación del tipo de cambio. Esto, a su vez, podría intensificar la salida de capitales y, al mismo tiempo, aumentar la carga de la deuda (CEPAL, 2016).

8. Organización del libro y síntesis de los capítulos

El libro se divide en diez capítulos. El capítulo I (“Regulación de los flujos de capital: experiencias seleccionadas de países en desarrollo de Asia y el Pacífico, África y América Latina, y análisis del tipo de controles del capital necesarios para hacer frente a los efectos perturbadores del COVID-19”) parte de la premisa de que los países necesitan ampliar su espacio de política para responder a los retos socioeconómicos a corto y largo plazo planteados por el COVID-19 (Pérez Caldentey, Abeles y Kreiter, 2021). Estos deben ampliar la demanda agregada para estimular el crecimiento y reducir los niveles de endeudamiento de los sectores público y privado. Los países deben tener a su disposición el conjunto de instrumentos macroeconómicos necesarios para observar y controlar la vulnerabilidad del sector externo. Los controles de capital son un componente clave de este conjunto de instrumentos. Los controles de capital se refieren a diferentes tipos de intervención gubernamental en la cuenta de capital/financiera de la balanza de pagos de un país con el objetivo de restringir las salidas y las entradas financieras. En el capítulo se analizan los controles de capital en 19 países de Asia y el Pacífico, África y América Latina y el Caribe utilizando una taxonomía que abarca las diferentes dimensiones de los controles de capital. Estos estudios de caso representativos sirven para ilustrar los objetivos y las modalidades que guían la regulación de los flujos de capital desde mediados de la década de 1990. El análisis proporciona una base de la que extraer importantes lecciones de política y directrices con respecto a la viabilidad y la eficacia de los controles de capital para las circunstancias actuales de la pandemia.

En el capítulo II (“Desafíos planteados por la trayectoria de desarrollo mundial de 2022 a 2030”) se utiliza el Modelo de Políticas Mundiales de la UNCTAD para proyectar las perspectivas económicas de 34 economías desarrolladas y en desarrollo de 2022 a 2030 (McKinley, 2022). Para este ejercicio se han añadido 15 países en desarrollo a la base de datos del modelo. El escenario mundial del Modelo de Políticas Mundiales abarca nueve regiones: Europa, América del Norte, Federación de Rusia y Asia Central, Centroamérica y América del Sur, Oriente Medio y Norte de África, África Subsahariana, Asia Meridional, Asia Sudoriental y China, Asia Oriental y el Pacífico. El escenario utiliza datos de referencia del período 2011-2019 y anteriores para hacer proyecciones para lo que denomina el período COVID-19 de 2020-2025 y el posterior período de recuperación de 2026-2030. La atención se centra en la evolución de seis variables económicas, a saber: el crecimiento del PIB real, el PIB per cápita, el déficit público, la deuda pública, la cuenta corriente y la posición de inversión internacional. También se incluyen los resultados de la relación entre el empleo de las mujeres y el de los hombres. Para África Subsahariana; Oriente Medio y Norte de África; y la Federación de Rusia y Asia Central se prevén malos resultados en cuanto

a crecimiento del PIB real y niveles de PIB per cápita, mientras en el caso de China, Asia Oriental y el Pacífico; y Asia Meridional se prevén buenos resultados. Se prevé que la deuda pública aumentará a niveles elevados en América del Norte; China, Asia Oriental y el Pacífico; Centroamérica y América del Sur; y Asia Meridional; mientras los niveles de endeudamiento se mantienen estables en Europa y relativamente bajos en la Federación de Rusia y Asia Central. Se prevé que la posición de inversión internacional de China, Asia Oriental y el Pacífico y Europa será significativamente positiva, mientras Asia Meridional, África Subsahariana y América del Norte tendrán posiciones significativamente negativas.

En el capítulo III (“Evaluación crítica de la regulación macroprudencial y de algunas experiencias regionales comparadas con énfasis en América Latina y el Caribe”) se ofrece una evaluación crítica de las políticas macroprudenciales centradas en las economías en desarrollo (África, Asia y América Latina y el Caribe) (Pérez Caldentey, Nalin y Rojas, 2021a). Se sostiene que la regulación macroprudencial sigue siendo un concepto vago y de aplicación limitada. A nivel teórico, dentro de la corriente económica principal, la regulación macroprudencial solo puede racionalizarse argumentando que el crecimiento y el desarrollo del sector financiero crean imperfecciones en el mercado que alargan la cadena de intermediación, debilitando el vínculo entre el ahorro y la inversión. Así, desde esta perspectiva, el objetivo de la regulación macroprudencial es garantizar que el ahorro fluya hacia la inversión. A nivel práctico, los datos de las encuestas muestran que no hay acuerdo sobre el significado de estabilidad financiera y menos aún de riesgo sistémico. La regulación macroprudencial se centra sobre todo en el sector financiero, ignorando el hecho de que otros sectores económicos, como el sector empresarial no financiero, constituyen una fuente cada vez mayor de fragilidad financiera debido a su creciente financierización. A un nivel más general, la regulación macroprudencial aborda, solo parcialmente, la vulnerabilidad financiera de las regiones en desarrollo creada por una mayor apertura financiera externa y una mayor flexibilidad de los precios.

Los capítulos IV, V y VI ofrecen un análisis más profundo de la experiencia de regulación macroprudencial en los casos de África, Asia y América Latina y el Caribe.

El capítulo IV (“Regulación macroprudencial en África en el contexto de la pandemia de COVID-19”) trata del tipo de medidas macroprudenciales adoptadas por algunos países africanos (Etiopía, Ghana, Kenya, Nigeria, Sudáfrica y Zambia) para hacer frente a la fragilidad sistémica resultante de la inestabilidad externa que sigue a la creciente integración mundial (Chandrashankar, 2021). Las medidas macroprudenciales se difundieron tras la crisis financiera mundial de 2008 como una forma de intervención reguladora destinada a prevenir la acumulación de riesgos sistémicos

excesivos que perturben el sistema financiero y perjudiquen la economía real. Con el fin de mantener los indicadores que presuntamente señalan el riesgo sistémico dentro de un rango aceptable, estas medidas suponen el uso de instrumentos que amortiguan los efectos de las perturbaciones que pueden amplificar las tendencias disruptivas en el sistema financiero o evitar la transmisión del riesgo a través del sistema financiero, que hace que el sistema en su conjunto sea vulnerable. En el capítulo se adopta la definición de “riesgo sistémico” del FMI/CEF/BPI (2016, pág. 4), que consiste en el riesgo de una disrupción generalizada de la prestación de servicios financieros causada por un deterioro total o parcial del sistema financiero, y que puede causar graves consecuencias negativas para la economía real.

En el capítulo V (“Políticas macroprudenciales en Asia: análisis de algunas experiencias”), se examina la reciente experiencia asiática de controles macroprudenciales con respecto a cuatro economías: India, Indonesia, Malasia y Tailandia (Ghosh, 2021). Se seleccionaron estos países porque tienen un grado muy significativo de integración externa, tanto en lo que respecta al comercio como a las finanzas, y porque en las últimas tres décadas han pasado de la aplicación de controles administrativos sobre los flujos de capital y las actividades financieras internas, a medidas más basadas en el mercado en ambos casos. Además, aunque se han visto afectados en distinto grado por la pandemia en curso, siguen sufriendo su impacto, a diferencia de algunos países de la región (como China y Viet Nam) que parecen haberse protegido de los peores efectos y han logrado cierta recuperación. En el documento se consideran algunos objetivos de dichas políticas y se examinan políticas y episodios específicos en relación con el grado en que pudieron cumplir estos objetivos.

En el capítulo VI (“Políticas macroprudenciales en América Latina”) se examina la experiencia de cinco economías latinoamericanas (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) con las políticas macroprudenciales en la década de 2000 (Bortz, 2021). La balanza de pagos de estos países ha experimentado una evolución similar durante este milenio. A lo largo de estos años, y en particular después de la crisis financiera mundial, todos tuvieron déficits en cuenta corriente y posiciones de inversión internacional negativas. Si bien fueron testigos de episodios de crecimiento acelerado del crédito, rara vez vieron episodios de crisis bancaria o financiera. En muchos de ellos se adoptó la mayoría de las medidas que componen los estándares de regulación de Basilea III, mientras en algunos ya se habían aplicado medidas similares, incluso antes de Basilea III. El capítulo también se centra en la vulnerabilidad externa y en las motivaciones que han llevado a la adopción de políticas macroprudenciales en los cinco países mencionados. También se revisa la literatura sobre el impacto y el éxito de las políticas macroprudenciales. Por último, se analiza brevemente

la respuesta de política macroprudencial a la pandemia de COVID-19. Una de las principales conclusiones es que las economías latinoamericanas han aplicado con éxito las políticas macroprudenciales, pero en los últimos años han surgido nuevas vulnerabilidades que suponen un reto para los responsables de la formulación de políticas.

En el capítulo VII (“Un marco para interpretar las políticas macroprudenciales en la era de la financierización”) se analiza el uso de medidas macroprudenciales para apoyar las estrategias y las respuestas de política para que los países de ingresos bajos y medianos de América Latina y el Caribe mantengan el espacio de políticas necesario tanto para capear los efectos económicos inmediatos del COVID-19 como para preparar el camino hacia la recuperación y construir un futuro mejor (Vernengo, 2021). Se ofrece una crítica del enfoque del Fondo Monetario Internacional (FMI) sobre las políticas macroprudenciales y se presenta un marco alternativo de acuerdo con el llamado enfoque de las macrofinanzas críticas, según el cual las finanzas mundiales están organizadas sobre la base de balances interconectados y jerarquizados, que cada vez dependen más de la liquidez asociada a momentos muy precisos del tiempo. Este marco alternativo, combinado con la experiencia de los estudios de caso incluidos en el libro, proporciona una base para delinear propuestas de política macroprudencial para las economías en desarrollo.

En el capítulo VIII (“Un modelo stock-flujo de referencia para analizar las directrices y políticas de regulación macroprudencial en América Latina y el Caribe”) se ofrece una visión crítica de la regulación y las políticas macroprudenciales encontradas en las corrientes principal y poskeynesiana de la economía. El documento proporciona un marco macroeconómico que puede utilizarse como base para el análisis de las directrices y las políticas macroprudenciales. Se basa en cinco principios o directrices principales: i) la fragilidad financiera es endógena y deriva del funcionamiento normal de las economías de mercado impulsadas por el afán de lucro; ii) la fragilidad financiera puede originarse tanto en el sector financiero como en el sector real de una economía; iii) los ciclos financieros no están necesariamente impulsados por auges y caídas, y la fragilidad financiera no tiene por qué originarse en un momento de auge económico; iv) las políticas macroprudenciales deben considerarse desde una perspectiva dinámica, es decir, deben tener en cuenta los cambios en la arquitectura y estructura financieras internacionales y ser específicas para cada región o país; y v) la regulación y las directrices macroprudenciales requieren un marco verdaderamente macroeconómico. Estos principios se recogen en la especificación de un modelo de referencia acervo-flujo para América Latina y el Caribe con cinco sectores (gobierno, banco central, sector financiero, sector privado y sector externo). El modelo es una herramienta que puede utilizarse para evaluar otras políticas macroprudenciales.

En el capítulo IX (“La desindustrialización prematura impulsada por las finanzas y el papel de la política macroprudencial exterior en el desarrollo transformador posCOVID: América Latina desde una perspectiva comparada”) se subraya la importancia del cambio estructural y el desarrollo productivo como motores principales de la recuperación económica pos-COVID-19⁶. En primer lugar, se arroja luz sobre la perversa relación que parece existir entre las estructuras productivas subdesarrolladas y la intensidad de la crisis del COVID-19. A continuación, se examinan los factores que pueden haber perjudicado el desarrollo productivo en los países emergentes y en desarrollo, en particular los latinoamericanos, durante los últimos 40 años. En el capítulo se investiga la manera en que las abundantes entradas de capital pueden haber sido fuente de desindustrialización prematura en un grupo de seis economías latinoamericanas (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) con respecto a otros países emergentes y en desarrollo, como las economías de Asia Oriental de nivel 1 y 2 de reciente industrialización. En el capítulo se muestra que, en América Latina, los períodos de bonanza financiera han acelerado y exacerbado la reducción sustancial de la participación de la industria manufacturera en el empleo y el PIB, contribuyendo así a la desindustrialización prematura de la región. En cambio, estos perversos retrocesos productivos impulsados por las finanzas son mucho menos claros en los países de Asia Oriental. Teniendo en cuenta esta evidencia, en el capítulo se analiza la manera en que las políticas de gestión de los flujos de capital, en particular las políticas macroprudenciales externas, pueden apoyar la recuperación transformadora pos-COVID-19. En el capítulo se subraya que las políticas macroprudenciales que controlan la movilidad internacional del capital también pueden tener efectos positivos para el desarrollo productivo de América Latina a largo plazo, además de sus implicaciones para la estabilidad financiera y macroeconómica (a corto plazo).

En el capítulo X se presentan las reflexiones finales del libro.

Bibliografía

- Abeles, M., E. Pérez Caldentey y J. Porcile (2020), “La crisis del COVID-19 y los problemas estructurales de América Latina y el Caribe: responder a la urgencia con una perspectiva de largo plazo”, *Revista CEPAL*, N° 132 (LC/PUB.2021/4-P), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Aguilar, A. y C. Cantú (2020), “Monetary policy response in emerging market economies: why was it different this time?”, *BIS Bulletin*, N° 32, Banco de Pagos Internacionales (BPI), noviembre.
- Avdjiev, S., M. Chui y H. S. Shin (2014), “Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows”, *BIS Quarterly Review*, Banco de Pagos Internacionales (BPI), diciembre.

⁶ Véase Botta, Yajima y Porcile Meireles (2021).

- Banco Mundial (2022), Indicadores del Desarrollo Mundial [base de datos en línea] <https://databank.bancomundial.org/reports.aspx?source=world-development-indicators>.
- Bortz, P. (2021), “Macprudential policies in Latin America”, documento preparado para el proyecto “Respuesta y recuperación: movilización de recursos financieros para el desarrollo en tiempos de COVID-19”.
- Botta, A., G. Yajima y G. Porcile Meireles (2021), “Productive development, structural change and international capital flows: the role of macroprudential policy for transformative post-COVID recovery”, *DA-COVID 19 Project Paper*, N° 13/21.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (2022a), Global Liquidity Indicators [en línea] <https://www.bis.org/statistics/gli.htm>.
- _____(2022b), Debt Securities Statistics [en línea] <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm>.
- _____(2019), “Monetary policy frameworks in EMEs: inflation targeting, the exchange rate and financial stability”, *BIS Annual Economic Report*.
- Carney, M. (2019), “The growing challenges for monetary policy in the current international monetary and financial system”, discurso pronunciado en el Simposio de Jackson Hole, 23 de Agosto.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2019), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2019* (LC/PUB.2019/12-P), Santiago.
- _____(2016), *Horizontes 2030: la igualdad en el centro del desarrollo sostenible* (LC/G.2660/ Rev.1), Santiago.
- Chandrasekhar, C. P. (2021), “Macprudential policies in Africa”, documento preparado para el proyecto “Respuesta y recuperación: movilización de recursos financieros para el desarrollo en tiempos de COVID-19”.
- Chui, M., E. Kuruc y P. Turner (2018), “Leverage and currency mismatches: non-financial companies in the emerging markets”, *The World Economy*, vol. 41, N° 12.
- _____(2016), “A new dimension to currency mismatches in the emerging markets: non-financial companies”, *BIS Working Paper*, N° 550, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- CountryRisk.io (2021), Sovereign Risk [en línea] <https://www.countryrisk.io/platform>.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2022), *World Economic Outlook*, abril [base de datos en línea] <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/April>.
- FMI/CEF/BPI (Fondo Monetario Internacional/Consejo de Estabilidad Financiera/Banco de Pagos Internacionales) (2016), *Elements of Effective Macprudential Policies: Lessons from International Experience*.
- Ghosh, J. (2021), “Macprudential policies in Asia-Pacific”, documento preparado para el proyecto “Respuesta y recuperación: movilización de recursos financieros para el desarrollo en tiempos de COVID-19”.
- McCombie, J. S. L. y A. P. Thirlwall (1999), “Growth in an international context: a post Keynesian view”, *Foundations of International Economics: Post Keynesian Perspectives*, J. Deprez y J. T. Harvey (eds.), Nueva York, Routledge.
- McKinley, T. (2022), “Challenges posed by the global development trajectory from 2022 to 2030”, *DA-COVID 19 Project Paper*, N° 03/22.
- Patterson, N. y otros (2004), *Foreign Direct Investment: Trends, Data Availability, Concepts, and Recording Practices*, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).

- Pérez Caldentey, E., L. Nalin y L. Rojas (2021a), "A critical assessment of macroprudential regulation and comparative regional experiences focusing on Latin America and the Caribbean", *DA-COVID 19 Project Paper*, N° 18/21.
- _____(2021b), "Macroprudential regulation guidelines for Latin America and the Caribbean", documento preparado para el proyecto "Respuesta y recuperación: movilización de recursos financieros para el desarrollo en tiempos de COVID-19".
- Pérez Caldentey, E., M. Abeles y Z. Kreiter (2021), "A policy-oriented study on capital flow regulations", *DA-COVID 19 Project Paper*, N° 10.21.
- Vernengo, M. (2021), "A framework to interpret macroprudential policies in an era of financialization", documento preparado para el proyecto "Respuesta y recuperación: movilización de recursos financieros para el desarrollo en tiempos de COVID-19".
- Wacker, K. M. (2013), "On the measurement of foreign direct investment and its relationship to activities of multinational corporations", *Working Paper Series*, N° 1614, noviembre.

Capítulo I

Regulación de los flujos de capital: experiencias seleccionadas de países en desarrollo de Asia y el Pacífico, África y América Latina, y análisis del tipo de controles del capital necesarios para hacer frente a los efectos perturbadores del COVID-19

*Esteban Pérez Caldentey
Zebulun Kreiter
Martín Abeles¹*

Introducción

La enfermedad por coronavirus (COVID-19) ha provocado la peor crisis mundial desde la Segunda Guerra Mundial. Ha tenido efectos económicos y sociales devastadores en todo el mundo, y estos han sido intensos en los países en desarrollo. El hecho de que para responder a las necesidades urgentes causadas por la pandemia se aumentara el gasto público en establecimientos sanitarios, transferencias en efectivo y apoyo a los ingresos

¹ Funcionarios de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Colaboraron Jayati Ghosh, de la Universidad de Massachusetts Amherst, Pablo Bortz, de la Universidad Nacional de San Martín, Buenos Aires, C. P. Chandrasekhar, de la Universidad Jawaharlal Nehru, y Matías Vernengo, de la Universidad Bucknell.

de las empresas y los particulares, sobre todo de los trabajadores informales, sumado a la caída drástica de los ingresos fiscales, ha incrementado el déficit fiscal y el nivel de endeudamiento.

El aumento generalizado del desequilibrio fiscal y del endeudamiento ha llevado a que en los países en desarrollo se necesite más liquidez, si bien entre ellos hay una heterogeneidad considerable en cuanto a la situación fiscal y la vulnerabilidad de la deuda. Además, el COVID-19 ha afectado a algunas de estas economías en un momento en que había un nivel de endeudamiento sin precedentes. La brecha creciente de financiamiento que se observa en el sector público se ve agravada por la necesidad que hay en algunas economías de apoyar la balanza de pagos debido a las interrupciones de la cadena de suministro y a la disminución de las exportaciones, en particular de los servicios de exportación (el turismo). El mayor nivel de endeudamiento también ha afectado al sector productivo en una época en que la rentabilidad ha disminuido y en que la posición del sector empresarial no financiero es débil en cuanto al balance general.

La escasa respuesta de las organizaciones financieras internacionales ha obligado a que en los países en desarrollo se recurriera a los mercados de capitales privados para satisfacer las necesidades de liquidez. Esto se ha visto potenciado por el creciente papel que el mercado de bonos desempeña como fuente de liquidez transfronteriza y por un contexto en que las tasas de interés son bajas debido a que el balance de los principales bancos centrales se ha expandido gracias a la aplicación de políticas monetarias de flexibilización cuantitativa. El principal efecto positivo de las medidas de flexibilización monetaria y expansión de la liquidez se ha registrado en el sector financiero no bancario. En particular, la disminución de las tasas de interés a largo plazo ha redundado en un aumento del valor presente de los activos financieros y los bonos.

Al mismo tiempo, el costo de endeudamiento que enfrentan los emisores de bonos (oferentes) es menor. Desde que comenzó la pandemia ha disminuido el costo que los préstamos en moneda extranjera tienen para las economías de mercado emergentes, costo que se refleja en el diferencial de las tasas de interés de la deuda pública emitida en dólares. Mientras que el menor costo de endeudamiento ha incentivado la emisión de deuda en los mercados internacionales de bonos, el aumento del valor presente de estos últimos da lugar a una ganancia de capital que a su vez lleva a que se incremente el patrimonio de los tenedores de bonos. Por consiguiente, ha habido factores de la

oferta y la demanda que han impulsado el dinamismo del mercado internacional de bonos que, al contrario de lo que ocurrió en otras crisis, como la crisis financiera mundial de 2008-2009, no ha acusado los efectos de la pandemia de COVID-19.

El mayor acceso al capital privado no garantiza que el nivel de vida aumente o mejore. De hecho, el creciente papel que el mercado de capitales privados desempeña en la liquidez mundial conlleva importantes vulnerabilidades y fragilidades financieras que podrían poner en peligro el desarrollo social y económico de los países en desarrollo.

Por un lado, no todos los países han tenido acceso a los mercados de capitales y no todos lo han tenido en las mismas condiciones. Las economías que recurren con mayor frecuencia al mercado de capitales para emitir bonos soberanos son las de mayor tamaño. En varias de las economías más pequeñas se ha hecho poco uso del mercado de capitales privados. Las agencias de calificación crediticia suelen penalizar a los países que no son usuarios frecuentes de los mercados internacionales de capitales. Además, el costo de emitir deuda soberana suele ser mayor para las economías más pequeñas y, a pesar de que los países han podido emitir deuda a tasas de interés bajas, estas suelen seguir siendo superiores a las tasas de crecimiento tendenciales históricas, lo que plantea un problema en cuanto a la sostenibilidad de la deuda.

Por último, los mercados de capitales son muy sensibles a las condiciones financieras internacionales y a la percepción del riesgo por parte de los países emisores: eso los hace extremadamente volátiles y los expone a cambios repentinos. En el contexto actual, la política monetaria expansiva que han aplicado los bancos centrales de las economías desarrolladas y la Reserva Federal de los Estados Unidos ha alentado a los inversores privados a buscar ganancias en las economías emergentes. Sin embargo, la tendencia al alza de las tasas de interés a largo plazo que se ha observado desde principios de 2021, junto con el creciente temor de que retorne la inflación, podría reducir el incentivo para invertir en esas economías.

En marzo de 2020, cuando transcurrían las fases iniciales de la pandemia, en los países en desarrollo se registró una salida de capitales sin precedentes que equivalió a unos 100.000 millones de dólares en deuda y acciones de mercados emergentes. Esa tendencia se invirtió y prácticamente se compensó en septiembre del mismo año. A partir de ese mes, no obstante, la entrada de capitales a las economías de los mercados emergentes se redujo hasta alcanzar los niveles que había antes de la pandemia. En mayo de 2021, los flujos netos totales que ingresaron en las economías de los mercados emergentes ascendían a 20.000 millones de dólares (10.100, 3.900 y 6.200 millones de dólares en flujos de cartera, acciones y deuda, respectivamente) (IIF, 2021).

El aumento del nivel de endeudamiento y de la dependencia en relación con los flujos a corto plazo tiene el potencial de incrementar la vulnerabilidad y la fragilidad financieras de los países en desarrollo, sobre todo en el contexto actual del COVID-19². En los países es preciso ampliar el espacio de políticas para responder de forma adecuada a los retos económicos y sociales que la pandemia plantea a corto y largo plazo. Hay que tener la capacidad de ampliar la demanda agregada para estimular el crecimiento y reducir el nivel de endeudamiento del sector público y el privado. Con ese fin, en los países se debe disponer del conjunto de herramientas necesarias para vigilar y controlar las vulnerabilidades del sector exterior. Los controles del capital son un componente esencial de ese conjunto de herramientas.

Los controles del capital son diferentes tipos de intervenciones que el gobierno hace en la cuenta financiera de la balanza de pagos de un país con el objetivo de restringir las salidas o las entradas financieras³. Dichos controles pueden adoptar una gran variedad de formas y pueden abarcar diferentes dimensiones. En la taxonomía de los controles del capital que se emplea en el presente documento se distingue entre las siguientes dimensiones: i) el tipo de medidas y objetivos; ii) si los controles del capital se aplican a las entradas o a las salidas; iii) el perímetro que abarcan los controles del capital en cuanto al tipo de flujos y de agentes; iv) si en los flujos de capital se distingue entre moneda local y extranjera;

² La fragilidad financiera se refiere a una posición financiera de endeudamiento creciente de los agentes económicos que no puede ser cubierto con sus flujos de ingresos. En las economías de mercado las transacciones se realizan sobre la existencia de márgenes de seguridad que se derivan del ingreso esperado de los agentes de una economía. Cuando los márgenes de seguridad pasan a depender de manera creciente de los mercados financieros pasan a ser más volátiles e inciertos. Una perturbación o cambio en el comportamiento de los mercados financieros puede reducir súbitamente el ingreso esperado y llevar a que los agentes económicos tengan dificultades para pagar la deuda (el servicio de esta o el capital), lo que conduce a restricciones de liquidez y a la insolvencia absoluta (Budnevich Portales, Favreau Negront y Pérez Caldente, 2021). El tamaño y la solidez de los márgenes de seguridad de los distintos sectores de una economía, así como la probabilidad de que una perturbación inicial se amplifique, determinan la solidez o la fragilidad de la economía en cuestión (Minsky, 1986, pág. 209, citado en Budnevich Portales, Favreau Negront y Pérez Caldente, 2021). El tamaño de los márgenes de seguridad da lugar a tres tipos de estructuras financieras: de cobertura (*hedge*), especulativa y Ponzi. Es una estructura de cobertura los agentes pueden hacer frente al pago del principal y los intereses. En una estructura especulativa, los agentes económicos pueden hacer frente a los pagos de intereses, pero eventualmente no podrán hacer frente al principal de la deuda. En una estructura Ponzi, los agentes económicos no pueden hacer frente ni al pago de intereses ni al pago del principal. La proporción e importancia de los agentes que en una economía determinada tienen una estructura especulativa o una estructura Ponzi determina su grado de fragilidad financiera.

³ Según la metodología que el FMI aplica a la balanza de pagos en la actualidad (*Manual de balanza de pagos y posición de inversión internacional*, MBP6), en la cuenta financiera se registran las entradas y las salidas de capital, es decir, la cuenta financiera es lo que antes se llamaba cuenta de capital. Las expresiones “cuenta financiera” y “cuenta de capital” se utilizarán como sinónimos.

v) si los controles del capital se imponen mediante medidas basadas en la cantidad o en el precio, y vi) las medidas complementarias que suelen acompañar a los controles del capital.

Los datos empíricos que aporta el análisis regional de Asia y el Pacífico, África y América Latina muestran que los controles del capital pueden reducir la volatilidad y la fragilidad financieras. Dichos controles también pueden cambiar la composición de los flujos de capital a favor de los de largo plazo, y también aumentan la autonomía de la política monetaria.

Los controles del capital tienen una larga historia que se remonta por lo menos a la propuesta de unión monetaria de John Maynard Keynes (1942) y a los acuerdos de Bretton Woods (1944)⁴. Desde la década de 1940 hasta principios de la de 1970, los controles del capital se usaron de forma amplia. A partir de entonces, el impulso generalizado hacia la liberalización comercial y financiera, que se reflejó en el hecho de que a finales de la década de 1970 y durante la de 1980 en los países en desarrollo se aplicaran las políticas del consenso de Washington, llevó a que los controles del capital se consideraran redundantes e ineficaces. Dichos controles se reactivaron durante la crisis financiera asiática (1996-1997).

Más recientemente, en la última década, la actitud hacia los controles del capital se modificó bastante a raíz de la crisis financiera mundial de 2008-2009. Un indicio importante de los cambios de postura surgió a partir de las investigaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) (Ostry y otros, 2010 y 2011; Pradhan y otros, 2011). Incluso antes de eso, en muchos países en desarrollo que se habían convencido de abrir la cuenta de capital y desregular el mercado financiero nacional de forma bastante sustancial se comenzó a constatar que esto exponía al país a la volatilidad mundial y a la entrada repentina y posterior salida de capital, entrada y salida que a menudo no guardaban mucha relación con los aspectos esenciales internos, sino que eran el resultado de las políticas y los procesos macroeconómicos de las economías avanzadas, sobre todo de los Estados Unidos y la Unión Europea. Mientras que en muchos países se buscó refugio más que nada mediante la costosa práctica de mantener volúmenes cada vez mayores de reservas de divisas para crear un “seguro propio” que los protegiera de la fuga de capitales, en otros se experimentó con diferentes medidas

⁴ Al principio, Keynes (1980) argumentó a favor de los controles del capital como una forma de disuadir los flujos especulativos, pero luego pasó a afirmar que dichos controles tenían un objetivo más fundamental, a saber, la libertad de aplicar políticas de pleno empleo haciendo variar las tasas de interés de la política interna. En la misma época, el otro arquitecto del orden financiero posterior a la Segunda Guerra Mundial, Harry Dexter White, en su misión de la Reserva Federal a Cuba también defendió los controles del capital como medio para que en los países en desarrollo se pudiera hacer frente a las perturbaciones negativas de la balanza de pagos, pero moderó sus primeras opiniones sobre los controles del capital cuando negoció los acuerdos de Bretton Woods en nombre de los Estados Unidos en 1944 (véase Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, 1942).

que en general se centraban en el mercado y no eran predominantemente administrativas como habían sido las que se habían aplicado antes de los años ochenta y noventa.

El COVID-19 y los efectos económicos y financieros asociados que ha tenido en las economías en desarrollo han renovado el interés por los controles del capital como modo de controlar la volatilidad financiera y ampliar el espacio de políticas.

El presente documento es un estudio sobre la regulación de los flujos de capital en el contexto de la pandemia de COVID-19. El estudio está orientado a las políticas y en él se lleva a cabo una evaluación empírica de determinadas experiencias seleccionadas que tuvieron lugar en algunos países en desarrollo de Asia y el Pacífico, África y América Latina. También se hace un análisis del tipo de controles del capital que se necesitan para hacer frente a los efectos perturbadores del COVID-19⁵. La muestra de economías de Asia y el Pacífico está integrada por la India, Indonesia, Malasia, el Pakistán, Filipinas, Tailandia y Viet Nam, y la Provincia China de Taiwán.

La muestra de países africanos comprende Etiopía, Ghana, Marruecos, Nigeria y Zambia. Por último, la muestra de países de América Latina y el Caribe está constituida por la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú.

Sobre la base de la taxonomía anterior, el análisis del caso concreto de algunos países de las regiones de Asia y el Pacífico, África y América Latina sirve para ilustrar el tipo de objetivos y las modalidades que han orientado la regulación de los flujos de capital desde mediados de la década de 1990 hasta las circunstancias actuales creadas por el COVID-19. Asimismo, cuando se puede y está disponible, se ofrece una evaluación de la incidencia que la regulación de los flujos de capital ha tenido. La experiencia con dicha regulación en un total de 19 países de tres regiones en desarrollo proporciona una muestra representativa y una base a partir de la cual extraer importantes lecciones de políticas relacionadas con la aplicabilidad y la eficacia de los controles del capital en el contexto actual del COVID-19.

El documento se divide en cuatro secciones. Tras esta introducción, en que se explican los motivos que justifican la aplicación de controles del capital en el contexto del COVID-19, en la sección I se describe una taxonomía de los flujos de capital que abarca seis dimensiones diferentes, a saber: i) el tipo de medida y objetivos; ii) el tipo de flujos a los que se aplican los controles del capital; iii) si los controles se aplican a las entradas o a las salidas; iv) si los controles se aplican a la moneda local o a la

⁵ La expresión “regulación de los flujos de capital” se utiliza en el mismo sentido que la expresión “gestión de la cuenta de capital”, y abarca los controles del capital y las medidas macroprudenciales.

extranjera; v) si los controles se aplican mediante medidas basadas en la cantidad o en el precio, y vi) si los controles se aplican a corto o a largo plazo. En la taxonomía también se incluyen otras medidas que acompañan a los controles del capital. En la sección I también se analizan críticamente los intentos por medir el alcance, la cobertura y la intensidad de las intervenciones en los asuntos relacionados con la cuenta de capital, y se destacan las debilidades y las limitaciones de esos intentos⁶.

La sección II se centra en las experiencias relativas a los controles del capital en los casos de Asia y el Pacífico, África y América Latina. Se destacan casos concretos de controles del capital aplicados en cada una de estas regiones, y eso se hace con el objetivo de extraer lecciones que puedan ser útiles para las circunstancias que el COVID-19 ha provocado en la actualidad. En esa sección se describen los antecedentes y el contexto de cada una de las regiones, y luego se señalan lecciones y directrices de política. En la sección III se ofrecen las principales conclusiones sobre cómo los controles del capital pueden ser una herramienta útil de política para combatir los efectos a corto plazo de la pandemia, así como un instrumento más permanente que permita ampliar el grado de autonomía política de los países en desarrollo a fin de construir mejor hacia el futuro.

A. Taxonomía y medición de los controles del capital

1. Taxonomía de los controles de capital

Los controles de capital son diferentes tipos de intervenciones que el gobierno hace en la cuenta financiera de la balanza de pagos de un país con el objetivo de restringir las salidas o las entradas financieras (Erten, Ocampo y Korinek, 2019)⁷.

Los datos que aporta el estudio de algunos países de Asia y el Pacífico, África y América Latina muestran que los controles del capital pueden adoptar una gran variedad de formas y abarcar diferentes dimensiones. El propósito de los controles y otras medidas varía, obviamente, según el país, el contexto y el período de que se trate. Si bien las diferentes dimensiones pueden analizarse por separado, ellas están interrelacionadas, como se pondrá de manifiesto en el análisis de los diferentes casos regionales.

⁶ Véase Akyüz, 2021.

⁷ En el anexo I.A1 se proporciona un análisis crítico de los argumentos que sustentan la liberalización de la cuenta de capital y los controles del capital.

La primera dimensión se refiere al tipo de medidas y a sus objetivos. La experiencia de Asia y el Pacífico, África y América Latina demuestra que las medidas de control de capital no siempre tienen los mismos objetivos. En su mayor parte, los controles del capital tienen por objeto compensar el carácter procíclico inherente a los flujos de este y contribuir a evitar que surjan ciclos financieros de expansión y contracción. Los controles de capital no solo se centran en el volumen, sino también en la composición. En algunos casos no solo están destinados a controlar la volatilidad financiera, sino también a proteger o fomentar la actividad real en un sector determinado de la actividad económica. Los controles de capital también tienen otros dos objetivos: gestionar el tipo de cambio e incrementar la autonomía de la política económica (o el espacio de políticas).

Una segunda dimensión relacionada se refiere a si los controles de capital se aplican a las salidas o a las entradas (es decir, a los no residentes o a los residentes). Las medidas relacionadas con las entradas de capital suelen estar diseñadas para lograr uno o varios de los siguientes propósitos: i) prevenir o lidiar con el aumento de los flujos de capital y de deuda; ii) prevenir o reducir las burbujas financieras nacionales; iii) gestionar el tipo de cambio; iv) cambiar la composición de los flujos financieros y desincentivar los flujos a corto plazo; v) dirigir hacia determinados sectores los recursos que se pueden invertir; vi) evitar o reducir el descalce de plazos y de liquidez para disminuir la fragilidad financiera; vii) favorecer o cumplir con objetivos que responden a intereses nacionales o estratégicos (por ejemplo, con respecto al sector inmobiliario, el de defensa u otros sectores estratégicos), y viii) dar más autonomía a las políticas económicas nacionales, de modo que no haya que preocuparse por cómo reaccione el mercado mundial.

Los controles sobre las salidas suelen estar destinados a lograr uno o varios de los siguientes objetivos: i) prevenir o reducir la fuga de capitales; ii) prevenir o reducir la caída del precio de los activos nacionales; iii) prevenir y reducir las crisis bancarias nacionales y otras crisis financieras; iv) gestionar el tipo de cambio; v) evitar la pérdida excesiva de divisas debida a las salidas invisibles relacionadas con entradas de capital anteriores (repatriación de beneficios o intereses)⁸.

La tercera dimensión se refiere al perímetro que los controles del capital abarcan. La experiencia en los países analizados muestra que los controles del capital pueden aplicarse tanto a los flujos a corto plazo

⁸ Ghosh (2021) señala que la repatriación de beneficios se registra en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En este sentido, la definición de los controles del capital debería quizás ampliarse para incluir la cuenta de capital y financiera y la cuenta del ingreso de la balanza de pagos. En algunos países, la cuenta del ingreso es una fuente importante de volatilidad financiera.

(cartera) como a los flujos a largo plazo (inversión extranjera directa). En general, en los controles del capital se suele dar prioridad al primer tipo de flujos, ya que estos se asocian a un comportamiento especulativo que puede llevar a que aumente la volatilidad y puede ser una fuente de fragilidad y crisis financieras. Los controles del capital que se aplican a los flujos a corto plazo tienen por objeto reducir el volumen de estos y también, en algunos casos, cambiar su composición para que se conviertan en flujos a largo plazo. Los controles que se aplican a los flujos a largo plazo se imponen para dirigir la inversión extranjera directa (IED) hacia sectores clave de la actividad económica y así impulsar el crecimiento.

Cuando se habla del perímetro que abarcan los controles de capital también se hace referencia a los agentes que ellos comprenden, a saber, el gobierno central, las empresas no financieras, las empresas financieras y los hogares⁹. Los controles destinados a gestionar los flujos de capital pueden dividirse según el tipo de activo que se pretende abarcar¹⁰. Los controles se pueden aplicar a los siguientes movimientos de activos, una vez más en diferentes grados: fondos del mercado monetario; bonos; préstamos comerciales o créditos financieros; capital en forma de IED, y capital en forma de participaciones en cartera. La importancia de estos movimientos de activos en lo que atañe a la fragilidad potencial que generan varía según el país y el período, y según la composición de los flujos de capital. Por lo tanto, no todos los movimientos de activos tienen la misma importancia en todos los países¹¹.

El perímetro que los controles de capital abarcan en cuanto a los flujos y los agentes está relacionado con una cuarta dimensión que se refiere a si en dichos controles se distingue entre moneda local o extranjera.

⁹ Obsérvese que el endeudamiento por consumo de los hogares no suele considerarse como parte de la categoría de fragilidad financiera. Sin embargo, según sus características, la deuda hipotecaria de los hogares puede ser una fuente de fragilidad financiera. Además, la deuda de los consumidores y de los hogares puede amplificar las fluctuaciones del ciclo económico (véase Minsky, 1982, pág. 30). Una complicación adicional es que en las encuestas de hogares no se recoge información sobre la deuda (sobre todo la relativa a los activos) y en ellas se puede subestimar el grado de fragilidad financiera de los hogares.

¹⁰ Esto también se aplica a otras medidas, como las prudenciales, que se han vuelto cada vez más relevantes y cada vez se usan más.

¹¹ Otra dimensión que puede incluirse (véase Prates y Hawkins, 2020) y que fue sugerida por la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) es la incidencia en los mercados de divisas al contado y de productos financieros derivados. Esos mercados tienen un impacto mucho menor en los flujos de capital, pero podrían tener una incidencia mucho mayor en el tipo de cambio debido al grado de apalancamiento que tienen los instrumentos derivados en divisas. Algunas de las normas que se aplican a los productos derivados en divisas abarcan las posiciones de los no residentes en los mercados organizados y podrían no incidir en la cuenta financiera, sobre todo si se trata de productos sin entrega. En este caso se necesita un tercer tipo de regulación (regulación de los derivados en divisas).

Esta dimensión es pertinente sobre todo en lo que respecta a los bonos y los préstamos que se otorgan al gobierno, al sector financiero y al sector empresarial no financiero.

La quinta dimensión de los controles de capital se refiere a si estos se aplican a la cantidad o al precio. La primera categoría se refiere a las prohibiciones absolutas, los límites cuantitativos explícitos y las restricciones administrativas que pueden consistir en algún tipo de procedimiento de aprobación de las salidas. Los controles que se aplican al precio tienen por objeto desalentar los movimientos de capital aumentando el costo que conlleva realizarlos. Entre ese tipo de controles se encuentran los impuestos sobre los flujos transfronterizos y las subvenciones de estos, así como otras medidas relacionadas con los precios. Los impuestos sobre los flujos de capital pueden ser explícitos, como los impuestos o gravámenes sobre las transacciones financieras externas, la tenencia de activos financieros extranjeros por parte de residentes o la tenencia por parte de no residentes. Los controles relacionados con los precios también pueden ser indirectos, como ocurre con el encaje no remunerado¹².

En la última dimensión se aborda la cuestión de que las medidas de control de capital rara vez son medidas independientes. En algunos de los estudios de caso de los países analizados se observan ejemplos de esa cuestión. Las medidas suelen ir acompañadas de un paquete normativo más amplio. Las medidas que acompañan a los controles de capital se clasifican aquí como medidas complementarias (véase el cuadro I.1).

¹² Véase FMI (2016 y 2018).

Cuadro I.1
Taxonomía de los controles de capital

Período de tiempo/ contexto	Medida y objetivo	Tipo de flujo	Residente (salida)/no residente (entrada)	Moneda local/ divisas	Precio/cantidad	Corto plazo/largo plazo	Medidas complementarias
Contexto y país	Estabilidad financiera; reducción de la fragilidad financiera; prevención de los ciclos de expansión y contracción. Volumen y composición de los flujos financieros. Desarrollo y ampliación de determinados sectores de actividad económica.	Flujos de cartera Inversión extranjera directa Otras inversiones Fondos del mercado monetario; bonos; préstamos comerciales o créditos financieros; capital en forma de inversión extranjera directa; capital en forma de participaciones en cartera.	Los controles relacionados con las entradas tienen los siguientes propósitos: i) prevenir o lidiar con los aumentos repentinos de los flujos de capital y de deuda; ii) prevenir o reducir las burbujas financieras nacionales; iii) gestionar el tipo de cambio; iv) cambiar la composición de los flujos financieros y desincentivar los flujos a corto plazo; v) dirigir hacia determinados sectores los recursos que se pueden invertir; vi) evitar o reducir el descalce de plazos y de liquidez para disminuir la fragilidad financiera; vii) favorecer o cumplir con objetivos que responden a intereses nacionales o estratégicos (por ejemplo, con respecto al sector inmobiliario, el de defensa u otros sectores estratégicos), y viii) dar más autonomía a las políticas económicas nacionales, de modo que no haya que preocuparse por cómo reaccione el mercado mundial. Los controles sobre las salidas tienen uno o varios de los siguientes objetivos: i) prevenir o reducir la fuga de capitales; ii) prevenir o reducir la caída del precio de los activos nacionales; iii) prevenir o reducir las crisis bancarias nacionales y otras crisis financieras; iv) gestionar el tipo de cambio; v) evitar la pérdida excesiva de divisas debida a las salidas invisibles relacionadas con entradas de capital anteriores (repatriación de beneficios o intereses).	Pertinente en lo que respecta a los bonos y los préstamos que se otorgan al gobierno, al sector financiero y al sector empresarial no financiero.	Los controles relacionados con la cantidad son las prohibiciones absolutas, los límites cuantitativos explícitos y las restricciones administrativas que pueden consistir en algún tipo de procedimiento de aprobación de las salidas. Entre los controles que se aplican al precio se encuentran los impuestos sobre los flujos transfronterizos y las subvenciones de estos, así como otras medidas relacionadas con los precios. Los impuestos sobre los flujos de capital pueden ser explícitos, como los que se aplican a las transacciones financieras externas, la tenencia de activos financieros extranjeros por parte de residentes o la tenencia por parte de no residentes. Los controles relacionados con los precios también pueden ser indirectos, como ocurre con el encaje no remunerado.	Medidas temporales o a más largo plazo.	Otras medidas, como las macroprudenciales, que no son medidas de control del capital.

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) y estudios específicos de la región.

2. Cuantificación y medición de los controles del capital: un examen crítico de la literatura

Ha habido varios intentos de medir el alcance, la cobertura y la intensidad de las intervenciones que se llevan a cabo en la cuenta de capital de la balanza de pagos. El más conocido es el índice de Chinn e Ito (Chinn e Ito, 2005), en que anualmente se consideran de forma agregada diversos instrumentos para obtener un índice medio que se calcula sobre la base de la cantidad de medidas aplicadas en los cinco años anteriores, sin aclarar si se trata de medidas administrativas o de mercado. Esto es muy útil en lo que respecta a obtener un indicio de la mera cantidad de controles que se aplican en el transcurso del tiempo. Sin embargo, se ha observado que incluso cuando en un país la cuenta de capital se libera por completo, han de transcurrir cinco años para que en el índice de Chinn e Ito el país se considere completamente abierto (Karcher y Steinberg, 2013). Eso lleva a que se subestime el efecto de los grandes cambios puntuales que se introducen en las políticas. El índice sigue aumentando en los años posteriores a la liberalización, aunque la política que se aplica a la cuenta de capital siga siendo la misma. Además, la inclusión de la media móvil sesga los errores típicos a la baja, lo que aumenta aún más la posibilidad de que surjan errores de tipo I (o falsos positivos).

El índice también plantea otros problemas. Dado que el procedimiento para calcularlo básicamente consiste en sumar las diferentes medidas que se describen en la base de datos Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER) del FMI, el índice no permite obtener una idea muy precisa de la cobertura o la intensidad de las medidas. Además, es posible que algunas medidas macroprudenciales que en los hechos regulan los flujos de capital no se consideren en el índice por no estar incluidas en la base de datos debido a que en lo superficial no parecen estar relacionadas con los flujos transfronterizos.

Otra perspectiva ha sido la de clasificar a los países en tres categorías: aquellos cuya cuenta de capital se considera “abierta”, aquellos en que hay “muros” en torno a ella, y aquellos en que hay “compuertas” (Klein, 2012; Fernández y otros, 2015). Una vez más, estas categorías se construyen sobre la base de sumar diferentes medidas, pero esta vez el análisis va más allá y abarca la cobertura de las medidas en cuanto al número de flujos que afectan. Las distinciones entre los países se basan en la cobertura media durante un período definido, y no se indica si las medidas son administrativas o de mercado. Los países en que hay muros son aquellos en que las medidas o controles cubren más del 70% del valor de los flujos transfronterizos; los países abiertos son aquellos en que la cobertura es inferior al 10% de dicho valor, y los países que tienen

compuertas son aquellos en que la cobertura está entre las dos anteriores. Las compuertas se consideran episódicas, mientras que los muros y la apertura se consideran en su mayoría permanentes.

Estas dos formas de medir los controles, que se utilizan ampliamente y son populares en los estudios multinacionales, tienen sus limitaciones. En el índice de Chinn e Ito se captan algunas dinámicas a lo largo del tiempo, pero no se brinda ningún indicio sobre la cobertura de estas en relación con todas las operaciones en divisas ni sobre la naturaleza de las intervenciones. En el método de Klein se muestra mejor el alcance de la cobertura, pero no se captan los cambios a lo largo del tiempo ni la intensidad de las intervenciones. Ninguna de estas dos mediciones globales de la intervenciones permite examinar la utilidad de los instrumentos, cuestión que probablemente sea la más importante para los responsables de formular las políticas.

En cuanto al impacto de las intervenciones, en la mayoría de los estudios se han utilizado datos de panel o datos de series temporales relativos a algunos países o conjuntos de países, y se han empleado las formas de medir que se describieron anteriormente para indicar el grado de apertura o control. Las conclusiones de los estudios respecto de dicho impacto son diversas: en algunos estudios (por ejemplo, Epstein, Gabel y Jomo, 2003; Erten y Ocampo, 2017; Eguren-Martin y otros, 2020) se sugiere que las intervenciones cumplen sus objetivos en diversos grados; en otros estudios se sugiere que el impacto de las intervenciones es escaso o nulo (Klein, 2012; Fernández y otros, 2015; Forbes y Warnock, 2011). Sin embargo, en el caso de los estudios que sugieren que el impacto es escaso o nulo, el grado en que los instrumentos han cumplido sus objetivos es difícil de medir, ya que no se sabe qué habría ocurrido si la intervención no hubiera existido. Este problema se presenta tanto en los análisis que se hacen antes y después de las intervenciones como en los que se emplean datos de panel. En general, todos los estudios empíricos que utilizan esta metodología muestran que entre los controles del capital, la inversión y el crecimiento económico, o bien no hay incidencia, o bien hay una relación positiva.

También puede preocupar la posibilidad de que las diferentes medidas se coarten con facilidad si se imponen en un contexto general de transacciones desreguladas que permitan que los agentes de dentro y fuera del país las eludan. Por ejemplo, Spiegel (2012) ha señalado al menos tres modos en que las medidas se pueden eludir: i) sobrefacturar y subfacturar las operaciones en cuenta corriente; ii) disfrazar los flujos restringidos (como los flujos a corto plazo) para que parezcan flujos no restringidos (por ejemplo, flujos supuestamente a largo plazo, como la IED, o financiamiento del comercio), y iii) recurrir a productos financieros derivados (como los contratos a término sin entrega, las permutas de acciones, las estrategias

de opciones y otros). A menudo es difícil determinar si estas prácticas se han aplicado, o cuán extendidas e importantes son, porque los flujos resultantes pueden estar distribuidos en una serie de operaciones en lugar de estar concentrados en un solo tipo de operación, en cuyo caso un aumento pronunciado indicaría algo inusual.

Rebucci y Ma (2019) señalan que los datos indican que las políticas de control del capital tienen efectos indirectos que se transmiten no solo entre los activos, sino también entre los países, lo que plantea importantes cuestiones de coordinación, por ejemplo, mediante el reequilibrio de la cartera de los fondos mundiales de inversión. Estas cuestiones pueden ser muy importantes en los contextos regionales que se analizan en este documento. Del mismo modo, Pasricha y otros (2018) concluyeron que, en el contexto del aumento considerable de la liquidez mundial que tuvo lugar después de la crisis financiera mundial de 2008, las restricciones que se impusieron a la entrada de capitales dieron lugar a importantes efectos indirectos que se propagaron de un país a otro. Esto inevitablemente complica aún más las cuestiones relacionadas con la gestión de los flujos de capital en un país dado. Avdjiev y Takáts (2016) revelaron un aspecto adicional: los autores hallaron que la mayor parte de la variación explicada de los flujos bancarios transfronterizos de las economías de mercado emergentes durante el episodio de agitación financiera conocido como *taper tantrum* se debió a los préstamos interbancarios y no a los préstamos a entidades no bancarias. Esto indica que tal vez sea necesario regular los flujos transfronterizos interbancarios además del otro tipo de flujo de capital más “tradicional”.

El análisis anterior pone de manifiesto la necesidad de analizar los controles del capital, en particular sus objetivos, modalidades, extensión y eficacia, aplicando un método inductivo basado en estudios de caso de países concretos, en lugar de aplicar un método deductivo único. La variedad de experiencias nacionales de diferentes regiones que se consideran en el presente son esenciales a los efectos de extraer lecciones que se puedan aplicar a las circunstancias actuales ocasionadas por el COVID-19. Asimismo, el análisis anterior pone de relieve que es preciso considerar los controles del capital en un contexto mundial o regional.

B. Controles de capital en el mundo en desarrollo y lecciones de política que se pueden aplicar al contexto del COVID-19

En las secciones anteriores se describieron y analizaron las diferentes dimensiones de los controles del capital y se determinaron las vulnerabilidades financieras que la mayor dependencia respecto de los mercados internacionales de capital privado puede suponer en el contexto

de la pandemia. En la presente sección se presentan datos sobre el uso de los controles del capital en 19 economías situadas en tres regiones en desarrollo: Asia y el Pacífico, África y América Latina. Los controles del capital se clasifican conforme a la taxonomía que se describió en la sección I, que proporciona una perspectiva uniforme desde la cual abordar los diferentes casos nacionales que se analizan en el presente. En los estudios de caso se proporciona la base a partir de la cual se pueden extraer lecciones de política sobre la viabilidad y la eficacia de los controles del capital en el contexto de la pandemia de COVID-19.

En las subsecciones correspondientes a cada región se hace referencia al contexto y a las lecciones de política que se pueden extraer a los efectos del COVID-19. Los datos de la mayoría de los estudios de caso nacionales que se presentan abarcan desde finales de los años noventa, que coinciden con un resurgimiento de los controles del capital debido al aumento de la inestabilidad financiera y las crisis (véase la introducción del presente), hasta las últimas medidas de control del capital disponibles.

En los países de la muestra no se adoptaron medidas de control del capital durante la pandemia de COVID-19, sobre todo porque a la salida masiva de capitales que tuvo lugar en las primeras fases de la pandemia le siguió una entrada importante de flujos financieros (véase la introducción). No obstante, las lecciones que se extraen de las diferentes experiencias regionales en materia de controles del capital son esenciales, ya que la vulnerabilidad financiera de las economías en desarrollo, agravada por la pandemia, puede llevar a que la volatilidad aumente, a que se restrinja la liquidez y a que haya retrocesos en los flujos de capital.

1. Asia y el Pacífico¹³

a) Antecedentes y contexto

En el análisis se consideran siete estudios de caso correspondientes a Asia. Entre esos casos hay mercados emergentes más desarrollados (por ejemplo, Malasia y Provincia China de Taiwán), exportadores dinámicos (Tailandia, Viet Nam e Indonesia), y países de ingresos bajos con economías tradicionalmente más cerradas y con menos éxito en las exportaciones (India y Pakistán)¹⁴. El análisis abarca el período transcurrido desde la crisis financiera asiática de 1997 hasta la actualidad.

¹³ Esta sección está basada en Ghosh (2021).

¹⁴ En relación con todos los países (la Provincia China de Taiwán no está incluida en las fuentes de datos que se mencionan a continuación), los datos sobre diversas políticas se tomaron de la base de datos AREAER del FMI (véase [en línea] <https://www.elibrary-areaer.imf.org/Pages/Reports.aspx>), con algunas adiciones provenientes de fuentes nacionales y de otro tipo. Los datos sobre todos los flujos exteriores proceden de la base de datos BPM6 del FMI (véase [en línea] <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>). Otros datos, como los relativos a las tasas de ahorro e inversión, proceden de la base de datos del Banco Mundial sobre indicadores del desarrollo mundial (véase [en línea] <https://databank.bancomundial.org/reports.aspx?source=world-development-indicators>). Los datos de la Provincia China de Taiwán proceden de los informes del banco central de China.

La crisis financiera asiática marcó un punto de inflexión en términos macroeconómicos, sobre todo para los países más afectados (República de Corea, Malasia, Indonesia, Tailandia y Filipinas), donde después de la crisis hubo cambios drásticos en las tasas de inversión, algunos de los cuales han persistido hasta hoy (Chandrasekha y Ghosh, 2009). Antes de 1997, en la Asociación de Naciones de Asia Sudoriental (ASEAN) y las nuevas economías industrializadas (NEI) las entradas netas de capital llegaron a ser equivalentes al 10% del PIB; la crisis supuso una inversión tal del sentido de esos flujos que en 2008-2009 se llegó a registrar una salida neta equivalente al 8% del PIB, y las entradas netas no se reanudaron hasta 2013 (Grenville, 2012).

Los países en desarrollo de Asia están considerados como una de las regiones más integradas del mundo, sobre todo en términos comerciales, y ahora cada vez más en el ámbito financiero. A grandes rasgos, desde principios de la década de 1990, cuando la globalización financiera cobró impulso, hubo tres fases de aumento de los flujos de capital hacia los países en desarrollo de Asia. Hasta cierto punto, esas fases reflejaban las tendencias de la economía mundial, que favorecían a los mercados emergentes en el marco de la liberalización financiera generalizada.

La primera fase comenzó a principios de la década de 1990 y se detuvo bruscamente con la crisis financiera asiática. La segunda fase comenzó a principios de la década de 2000 y también terminó abruptamente, esta vez debido a la crisis financiera mundial. La tercera fase, por último, duró de 2011 a 2018, si bien hubo una interrupción intermedia provocada por la agitación financiera (*taper tantrum*) de 2013.

Durante estas fases, no todos los países asiáticos recibieron capital extranjero en una proporción similar. Varias economías quedaron excluidas de los aumentos o en ellas se registraron salidas netas, pero la región en su conjunto y algunos mercados en particular recibieron grandes entradas. En el último período ya se observaban signos de que el interés de los inversores externos se había reducido en la región: algunas economías eran percibidas como más débiles y en ocasiones hubo importantes salidas. Inmediatamente después del surgimiento de la pandemia de COVID-19, esta tendencia se intensificó de forma brusca.

La recuperación de los flujos de capital hacia los países en desarrollo de Asia que se observa desde hace muy poco refleja más que nada el efecto a corto plazo de la mayor relajación monetaria y la disminución de las tasas de interés que tuvieron lugar en las economías avanzadas en respuesta a la pandemia de COVID-19, así

como la consiguiente búsqueda de oportunidades de inversión a nivel mundial por parte de los bancos y los inversores no bancarios que tenían liquidez (Chandrasekhar, 2020 y Ghosh, 2020). Una vez más, cabe destacar que, desde hace poco, en muchos países en desarrollo —sobre todo de Asia—, los préstamos denominados en dólares han aumentado de forma considerable entre las empresas no financieras que tienen poca probabilidad de generar ingresos en dólares, como las del sector inmobiliario y el de la construcción. Esta tendencia añade un elemento potencial de descalce de monedas, a saber, el endeudamiento en moneda extranjera destinado a la inversión nacional (Chui, Kuric y Turner, 2016).

El análisis de la experiencia asiática relativa a los controles del capital abarca economías cuyo crecimiento y desarrollo han transcurrido por trayectorias muy distintas. No obstante, hay algunas similitudes importantes en cuanto a cómo evolucionaron las políticas financieras y la regulación de los flujos de capital a partir de los años noventa, sobre todo en lo que respecta a la tendencia hacia la liberalización progresiva de la cuenta de capital y a las normas que rigen las operaciones en divisas en general. En algunos países, como Malasia, Indonesia y Tailandia, la cuenta de capital se había comenzado a abrir incluso antes de esa década. En el período posterior, sin embargo, se observó una mayor liberalización porque se permitió que los extranjeros fueran propietarios de las empresas financieras nacionales. En otras economías que eran relativamente cerradas en períodos anteriores, como las de la India, Viet Nam y la Provincia China de Taiwán, en las últimas tres décadas ha habido una liberalización progresiva de las operaciones de la cuenta corriente y la de capital. Esta trayectoria de liberalización significó que en todos estos países, con el tiempo y cada vez con más intensidad, los flujos se regularan (por los motivos que se expusieron en la introducción) en función de controles del capital basados en el mercado y en medidas complementarias (sobre todo macroprudenciales), en lugar de controles administrativos del capital.

El análisis del caso asiático muestra que los controles del capital se aplicaron principalmente en cuatro de las siete economías estudiadas, a saber, Malasia, Indonesia, Tailandia y la Provincia China de Taiwán. En Viet Nam, la India y el Pakistán, por otra parte, se adoptaron otras medidas para controlar los flujos financieros. Los diferentes tipos de controles del capital que se pusieron en práctica en Malasia, Indonesia, Tailandia y la Provincia China de Taiwán se describen en los cuadros I.2 a I.5.

Cuadro I.2
Malasia: taxonomía de los controles de capital

Período de tiempo/contexto	Medida y objetivo	Tipo de flujo	Residente (salida)/no residente (entrada)	Moneda local/divisas	Precio/cantidad	Corto plazo/largo plazo	Medidas complementarias
1994-1995 La moneda nacional (ringgit) se vio sometida a una fuerte presión compradora debido a las importantes entradas de capitales a corto plazo, que iban en aumento y que en 1993 llegaron a representar el 17% del PIB.	Se aplicaron controles a las entradas de cartera para evitar las consecuencias de la apreciación de la moneda.	Flujos a corto plazo	Entradas	...	Cantidad	Corto plazo	Se aplicaron límites máximos a los pasivos externos de los bancos comerciales. Se prohibió vender instrumentos de deuda a corto plazo a los no residentes. Se restringieron los depósitos en ringgit de las instituciones extranjeras: esos depósitos solo se podían hacer en cuentas que no devengaran intereses. Se prohibieron las permutas de divisas no relacionadas con el comercio. Se introdujeron nuevas comisiones de mantenimiento sobre los depósitos extranjeros que no devengaban intereses.
1998-1999 Crisis financiera asiática	Se vendieron activos denominados en ringgit, a través de intermediarios nacionales autorizados, para acabar con la especulación a corto plazo del ringgit en los mercados extraterritoriales. Se impuso un período de espera de un año a la repatriación de valores malasios depositados en cuentas externas y mantenidos por no residentes.	Flujos a corto plazo	Salidas	...	Cantidad	Corto plazo	Se impuso la obligación de repatriar todos los ringgit que estaban en el extranjero para proteger el valor de dicha moneda y aumentar las reservas de divisas que habían caído en 1997 debido a la fuga de capitales. Se impusieron límites a la cantidad de ringgit que los viajeros podían llevar consigo. Se restringieron las transferencias de fondos entre cuentas externas, y se prohibieron por completo los acuerdos de crédito entre residentes y no residentes, así como la liquidación de operaciones en ringgit, las permutas financieras del lado de la oferta entre residentes y no residentes, y las operaciones de cobertura similares. Se congelaron las operaciones con acciones de la cartera central de órdenes con límite de precio (CLOB).

Cuadro 1.2 (continuación)

Período de tiempo/contexto	Medida y objetivo	Tipo de flujo	Residente (salida)/no residente (entrada)	Moneda local/divisas	Precio/cantidad	Corto plazo/largo plazo	Medidas complementarias
1998-1999 Crisis financiera asiática	Se prohibió transferir fondos en ringgit al país desde cuentas mantenidas en el exterior, excepto para invertir en Malasia (con exclusión del crédito a residentes) o para comprar bienes en el país.	Flujos a corto plazo	Salidas	...	Cantidad	Corto plazo	A los titulares de depósitos en el extranjero se les concedió el mes de septiembre de 1998 para repatriar sus depósitos a Malasia. Con eso se eliminó la principal fuente de compra especulativa de dólares estadounidenses en previsión de una caída del ringgit.
2000	Se impuso la obligación de obtener aprobación previa para hacer inversiones en el extranjero que superaran los 10.000 ringgit. Se impuso la obligación de obtener una autorización previa para comprar derivados en el caso de los contratos al contado o a término o los futuros de tasa de interés que no se negociaran en una bolsa de futuros de Malasia. Se prohibió a las instituciones bancarias conceder préstamos en ringgit a los bancos extranjeros o casas de bolsa extranjeras.	Flujos a corto y largo plazo	Salidas	...	Cantidad	Mediano plazo	Se podía conceder crédito comercial a los no residentes en relación con la exportación de mercancías desde Malasia hasta un período máximo de seis meses a partir de la fecha de exportación. Los intermediarios autorizados tenían permitido conceder créditos comerciales a las casas de bolsa y los bancos no residentes en cantidades de hasta 200 millones de ringgit intradía y 5 millones de ringgit de un día para otro en caso de que hubiera un retraso técnico u otro retraso no intencional.

Cuadro I.2 (conclusión)

Período de tiempo/contexto	Medida y objetivo	Tipo de flujo	Residente (salida)/no residente (entrada)	Moneda local/divisas	Precio/cantidad	Corto plazo/largo plazo	Medidas complementarias
2000	<p>Se impuso la obligación de obtener una aprobación previa para emitir valores y acceder a créditos de no residentes por más de 5 millones de ringgit, con la condición de que los importes se utilizaran para financiar actividades productivas en Malasia que generaran ingresos en divisas o redujeran las salidas futuras.</p> <p>En el caso de los no residentes, la anterior prohibición de repatriar valores se sustituyó en 1999 por impuestos sobre las salidas. Al principio, tanto al capital como a las ganancias de capital se les imponía una tasa del 30% si se repatriaban en un plazo de 12 meses, y del 10% si se repatriaban después; posteriormente, a partir de finales de 1999, solo se gravaron las ganancias de capital y la repatriación de beneficios a una tasa del 10%. Para comprar o vender ringgit a término en los mercados de divisas se necesitaba una autorización previa. Los no residentes no tenían permitido conceder créditos en ringgit, solo en divisas. Las inversiones extranjeras directas (que implicaran la compra del 15% o más del capital) requerían la aprobación previa del Comité de Inversiones Extranjeras.</p>	Corto plazo	Entradas	...	Cantidad	Corto plazo	

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro I.3
Indonesia: taxonomía de los controles de capital

Período de tiempo/contexto	Medida y objetivo	Tipo de flujo	Residente (salida)/no residente (entrada)	Moneda local/divisas	Precio/cantidad	Corto plazo/largo plazo	Medidas complementarias
2001 Crecimiento del comercio de rupias en el extranjero	<p>Se prohibió a los bancos transferir rupias a los no residentes, sobre todo cuando las transferencias no estuvieran respaldadas por operaciones genuinas realizadas dentro de la economía indonesia.</p> <p>La aparición y la importancia cada vez mayor de los derivados en los mercados financieros de los países en desarrollo de Asia ha creado una fuente particular de vulnerabilidad y ha hecho más difícil garantizar la estabilidad y la reducción de la exposición a los cambios repentinos y las crisis.</p>	Otras inversiones	Entradas	Moneda local	Cantidad	Corto plazo	Se impusieron restricciones a las operaciones con derivados que no estaban respaldadas por operaciones reales. El límite máximo que se aplicaba a las operaciones con derivados que implicaban que los bancos nacionales vendieran divisas a los no residentes se redujo de 5 a 3 millones de dólares, en un intento por limitar la especulación con la rupia que se llevaba a cabo por estas vías.

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro I.4
Tailandia: taxonomía de los controles de capital

Período de tiempo/contexto	Medida y objetivo	Tipo de flujo	Residente (salida)/no residente (entrada)	Moneda local/ divisas	Precio/cantidad	Corto plazo/largo plazo	Medidas complementarias
2006-2008 Importante presión al alza sobre el baht, que afectó la competitividad de las exportaciones.	<p>Se limitaron los saldos diarios pendientes en baht de los no residentes, se prohibieron las operaciones de préstamo o venta de baht tailandeses a no residentes si no había pruebas de que hubiera una operación comercial o inversión que las respaldara, y se impusieron períodos de tenencia de al menos tres meses.</p> <p>El Banco de Tailandia ha introducido el requisito de que se mantenga un encaje no remunerado en relación con las entradas de capital a corto plazo para disuadir dichas entradas y la especulación unidireccional sobre el baht tailandés. Las actividades especulativas provocaron una excesiva volatilidad del baht tailandés que podría haber causado una mayor inestabilidad económica, sobre todo cuando la demanda interna era moderada y el fuerte crecimiento de las exportaciones era el principal motor de la economía.</p>	Corto plazo	Entradas	Moneda local	Cantidad	Corto plazo

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 1.5
Provincia China de Taiwán: taxonomía de los controles de capital

Período de tiempo/ contexto	Medida y objetivo	Tipo de flujo	Residente (salida)/no residente (entrada)	Moneda local/divisas	Precio Cantidad	Corto plazo/ largo plazo	Medidas complementarias
1990-2003	<p>Se creó el Sistema de Inversores Institucionales Extranjeros Habilitados (QFII) (y posteriormente se permitieron las inversiones de personas jurídicas y naturales en general).</p> <p>Se trataba de un sistema de cuotas destinado a controlar el volumen de capital que ingresaba en la economía taiwanesa. Se diseñó para permitir que el capital extranjero accediera a los mercados de valores locales y al mismo tiempo mantener el control sobre la cantidad que cada inversor podía invertir. La cantidad de fondos que se podía enviar como remesa en un momento dado también estaba limitada. Este sistema era una estrategia inusual para ejercer un control cuantitativo sobre los flujos de capital que parecería incompatible con una economía de mercado, pero que al parecer funcionó bastante bien durante una década.</p> <p>Se restringieron las remesas salientes de fondos relacionados con la cuenta de capital: 50 millones de dólares al año para los inversores habilitados en el marco del QFII, y 5 millones de dólares al año para las personas físicas (es decir, los ciudadanos de China mayores de 20 años y los ciudadanos extranjeros que tuvieran un certificado de residencia para extranjeros en la Provincia China de Taiwán). Se aplicaron restricciones similares a las remesas entrantes.</p>	Flujos a corto plazo	Entradas	Cantidad	Largo plazo	
2001-2008	Se aplicaron controles a la inversión extranjera directa.	Flujos a largo plazo	Salidas	...	Cantidad	Largo plazo	...
2010	En diciembre de 2010, otro aumento de las entradas llevó a que se tomara una medida como la que se observó en Tailandia en 2008 en relación con los depósitos de encaje no remunerado. En esta política se establecieron nuevos coeficientes de encaje para los depósitos a la vista de no los residentes en nuevos dólares taiwaneses. A dichos depósitos se les exigía un encaje del 90% sobre el importe que excedía el saldo pendiente registrado el 30 de diciembre de 2010, y un encaje del 25% sobre el importe inferior al nivel del 30 de diciembre.	Corto plazo	Entradas		Cantidad	Corto plazo	...

Fuente: Elaboración propia.

b) Lecciones y directrices de política

Una primera lección que se desprende del caso asiático es que los controles o la liberalización del capital tienen efectos simétricos sobre la volatilidad y la fragilidad financieras. Los controles del capital permiten moderar el aumento de los flujos a corto plazo de capital. Además de prevenir los movimientos desestabilizadores de la moneda, también sirven para que se pueda aplicar una estrategia keynesiana de reactivación de la macroeconomía. Un ejemplo de esto se observa en particular en el caso de Malasia, donde la imposición de controles del capital a finales de la década de 1990 condujo a un aumento de la inversión y a una mejora de los resultados en cuanto al crecimiento económico. Estas conclusiones confirman otros estudios empíricos sobre el impacto de los controles del capital (véase Erten, Ocampo y Korinek, 2019).

La reducción progresiva de los diversos controles sobre el movimiento del capital, por el contrario, no se tradujo en mejores resultados económicos y se asoció a una mayor volatilidad, a inestabilidad financiera, y en la actualidad a problemas crecientes relacionados con la deuda externa, sobre todo con la adquirida en los mercados de bonos privados.

Además, la liberalización financiera no favoreció la formación de capital fijo bruto. Tras liberalizar la cuenta de capital o financiera de la balanza de pagos, en los países asiáticos se observaron tasas de inversión más bajas y, al mismo tiempo, no se registró un aumento del volumen de los flujos a largo plazo.

La experiencia de Filipinas a principios de la década de 1990 y a mediados de la de 2000 sugiere que una mayor liberalización de los flujos financieros plantea varios retos para la gestión monetaria y cambiaria, entre ellos la mayor dolarización de la economía. Además, este caso también muestra que la liberalización refuerza los ciclos de expansión y contracción de los mercados de activos nacionales y aumenta la tendencia hacia una mayor fragilidad y volatilidad de la balanza de pagos.

Asimismo, los casos de Filipinas y el Pakistán ofrecen dos ejemplos en que el hecho de que la cuenta de capital se liberalizara a partir de los años noventa (en ambos casos de conformidad con las instrucciones del FMI, que ha estado llevando a cabo programas casi ininterrumpidos en ambos países) hizo poco por atraer entradas de capital, pero sí dio lugar a mayor volatilidad financiera. En ambos casos, el equilibrio “contable” de la balanza de pagos se ha logrado esencialmente gracias a las remesas que envían los trabajadores migrantes desde el extranjero.

Una segunda lección que se extrae de la experiencia asiática es que la liberalización financiera produce una rigidez institucional que reduce el espacio de políticas. En un contexto más liberalizado, las medidas de control

del capital son más difíciles de aplicar, y eso lleva a que en los países se opte por otras políticas para gestionar la cuenta de capital, a saber, por políticas macroprudenciales y políticas basadas en el mercado, así como por medidas dirigidas a la actividad financiera interna que no son eficientes a la hora de reducir la fragilidad financiera. La rigidez institucional que acarrea la liberalización también es característica de los estudios de caso del África.

Una tercera lección, que se extrae del caso de Indonesia en relación con el comercio extraterritorial de rupias y del caso de Tailandia en el período 2006-2008, es que la regulación de las entradas de capital y la regulación de las salidas de este no deben considerarse independientes una de la otra. Ambas son complementarias en cuanto a sus objetivos y efectos, y deberían unificarse en un marco único. Asimismo, al controlar y regular los flujos de la cuenta de capital en general se deben considerar los cambios institucionales de los mercados financieros internacionales y la distinción entre los conceptos de residencia y nacionalidad.

La diferencia entre la residencia y la nacionalidad ha cobrado más importancia en la actualidad debido al aumento de la deuda del sector empresarial no financiero. Si se emplea el concepto de residencia para medir la exposición a la deuda, se puede infravalorar de forma considerable el grado de vulnerabilidad. En el caso de América Latina y el Caribe, esto solo es pertinente para el Brasil. En 2019, la deuda del sector empresarial no financiero representaba aproximadamente el 15% del PIB si se medía sobre la base de la residencia, pero aumentaba al 25% del PIB si se medía según la nacionalidad.

Una cuarta lección que puede extraerse de los estudios de caso nacionales, en particular del de Malasia en el período 2010-2012, es que los flujos financieros netos no son estacionarios en el transcurso del tiempo. La creencia de que las salidas brutas se equilibran con las entradas brutas de modo que los flujos netos fluctúan en torno a cero ha sido un argumento importante en contra de los controles del capital. Esto apunta al hecho de que las entradas y salidas brutas pueden estar impulsadas por diferentes motivos y variables, y pueden implicar operaciones de diferentes agentes. Para aplicar controles del capital con eficacia es necesario comprender con claridad la relación entre las entradas y las salidas brutas, y los agentes económicos.

Un caso similar al de Malasia se observa en Filipinas, donde, dado el aumento de la volatilidad debido a la crisis financiera mundial de 2008-2009, el Gobierno optó por liberalizar aún más las transacciones internacionales. Estas medidas tenían por objeto promover una mayor integración con los mercados internacionales de capitales, diversificar el riesgo en apoyo de una economía en expansión con vínculos mundiales, y racionalizar los requisitos de documentación e información que se aplicaban a la venta de divisas por parte de los bancos. Al parecer, el

objetivo era dejar de lado los controles administrativos y centrarse en mejorar la infraestructura financiera y fomentar la transparencia y el buen gobierno corporativo, con la esperanza de que estos cambios reforzaran la resiliencia del sector financiero nacional frente a la volatilidad de los flujos de capital que continuó durante ese período de liberalización.

Una quinta lección que se ilustra en el caso de la Provincia China de Taiwán en la década de 1990 es que los controles del capital no solo se pueden utilizar para fomentar la estabilidad financiera, sino también para dirigir las entradas y los flujos a largo plazo hacia determinados tipos de actividades económicas. En este sentido, los controles del capital también pueden aplicarse como instrumento de planificación gubernamental.

Por último, la experiencia de Viet Nam y el Pakistán demuestra que, aunque los controles del capital se refieren a la cuenta financiera o de capital de la balanza de pagos, también pueden imponerse controles a la cuenta del ingreso de esta. En 1999, en Viet Nam se aplicó un impuesto sobre la repatriación de beneficios y dividendos. Ese año la tasa iba de un 5% a un 10%, pero en 2000 se redujo a un intervalo que iba del 3% al 7% según la aportación de capital del inversor extranjero. En 2004 ese impuesto se suprimió por completo.

En 2010, en el Pakistán se comenzó a aplicar un impuesto a cuenta con una tasa del 10% sobre el pago de dividendos de las empresas a su sede en el extranjero. A los dividendos que pagaban las empresas no residentes se les aplicaba una tasa similar a la de las empresas residentes. En 2015 este impuesto se ajustó ligeramente y se comenzaron a aplicar tasas diferentes a los distintos sectores. Los cánones y los honorarios por servicios técnicos que se pagaban a los no residentes (que no estaban establecidos de forma permanente en el Pakistán) estaban sujetos a un impuesto a cuenta cuya tasa era del 15%. En 2016 se comenzó a aplicar un impuesto a cuenta del 20% a otros pagos a no residentes respecto de los cuales no se había indicado ninguna tasa. Se mencionó que esa tasa podía reducirse en virtud de los tratados fiscales aplicables.

Por último, el uso de controles del capital basados en el mercado y de medidas macroprudenciales en lugar de controles administrativos ha dado buenos resultados en diferente medida. La experiencia de Indonesia sugiere que la aplicación de medidas macroprudenciales (que son las que han predominado) ha permitido modificar las estructuras de vencimiento y reducir el posible descalce de monedas en los préstamos nacionales obtenidos de fuentes internacionales en moneda extranjera. En Tailandia, la gestión del tipo de cambio parece haber sido uno de los principales objetivos de las políticas, y al parecer estas permitieron controlar la depreciación y evitar la apreciación excesiva durante dos episodios importantes que tuvieron lugar en 2009-2011 y 2014-2015. La Provincia China de Taiwán

ofrece un ejemplo muy interesante de lo que en los hechos constituyó un sistema de cuotas aplicado a la entrada de capitales: ese sistema se aplicó a principios de los años noventa, pero más adelante se eliminó.

En la India, la liberalización progresiva que ha tenido lugar desde la década de 1990 ha llevado a que solo existan controles del capital basados en el mercado y medidas macroprudenciales. Estas medidas se utilizaron más después de la crisis financiera mundial que durante el *taper tantrum*. Por otra parte, el carácter político de la regulación se pone de manifiesto en lo que ocurrió con una medida destinada específicamente a controlar y eliminar las entradas anónimas que llegaban como “notas de participación” en la inversión de cartera: a pesar de que se hicieron varios intentos, esas entradas no llegaron a prohibirse. La importancia de los intereses políticos y de los grupos de presión a la hora de determinar la actividad reguladora es muy obvia en este caso. Sin embargo, hay que recordar que este es un factor importante que afecta a las políticas relativas a los flujos de capital en todos los países.

2. África¹⁵

a) Antecedentes y contexto

El análisis de la experiencia africana abarca seis estudios de caso: nos centramos en el África Subsahariana, y además estudiamos un país de ingreso mediano del Norte de África (Marruecos). Respecto del África Subsahariana hacemos un análisis detallado de cinco países: uno de ingreso abajo (Etiopía), y cuatro de ingreso mediano (Ghana, Nigeria, Sudáfrica y Zambia).

Como es inevitable que ocurra en un continente de grandes dimensiones, los países son muy diversos. El PIB per cápita (a precios constantes de 2010) va desde entre 480 y 600 dólares en Sierra Leona, el Níger, Mozambique, Malawi, Madagascar y Liberia, hasta entre 7.000 y 15.000 dólares en Sudáfrica, Seychelles, Mauricio, Libia, el Gabón, Guinea Ecuatorial y Botswana. A pesar de esta diversidad en cuanto al grado de desarrollo, hay un rasgo que caracteriza a la mayoría de los países africanos: los productos básicos son el principal motor del crecimiento, y la estructura de la economía y las exportaciones no está adecuadamente diversificada. Este aspecto hace que la mayoría de los países del continente sean vulnerables a las fluctuaciones de los precios de los productos básicos, desde el punto de vista de los ingresos públicos, los ingresos por exportaciones, la estabilidad de la balanza de pagos y los resultados económicos en general.

¹⁵ Esta sección está basada en Chandrasekhar (2020).

Dada la vulnerabilidad externa y la posibilidad de que se produzcan perturbaciones sistémicas adversas, en la mayoría de los países africanos se ha experimentado con la regulación de los flujos de capital. Sin embargo, a pesar de las diferencias en cuanto al grado de desarrollo y la estructura económica, a principios de la década de 2000 la cuenta de capital se había abierto de forma considerable en muchos de ellos. Es cierto que hubo excepciones, como Marruecos y, en menor medida, Etiopía, y muchas de ellas se dieron en países que eran demasiado vulnerables a la liberalización del riesgo destinada a atraer capital extranjero: era poco probable que lograran atraerlo y, por otro lado, en determinados períodos podían ser víctimas de la fuga de capitales. Los países más grandes y desarrollados, por su parte, sí atrajeron entradas importantes tras la liberalización, pero se enfrentaron a nuevas vulnerabilidades.

Esas vulnerabilidades no se pusieron de manifiesto en los primeros años posteriores a la liberalización debido al auge de los precios de las materias primas que tuvo lugar durante los primeros 15 años de este siglo. Ello no solo animó a los inversores financieros extranjeros a considerar como posibles destinos de inversión incluso a países de ingreso mediano bajo y a algunos de ingreso bajo, sino que proporcionó a muchos de esos países los recursos en divisas para hacer frente al costo de los pasivos que habían adquirido a causa de las entradas de capital extranjero. La dificultad estribaba en la vulnerabilidad que esto provocó respecto de los cambios bruscos del precio de los productos básicos y de los volúmenes de exportación. Esa vulnerabilidad aumentó en el período posterior a la crisis de 2008, cuando en esos países se acumularon pasivos debido a que la inyección de liquidez a bajo costo por parte de los bancos centrales de los países desarrollados dio lugar a un aumento de los flujos de capital hacia los mercados emergentes y preemergentes.

Cuando surgieron esas dificultades, en los países en que se había optado por liberalizar la cuenta de capital hubo que aplicar políticas para evitar las crisis y mitigar la vulnerabilidad. No obstante, dada la presencia del capital heredado que se había acumulado durante los años de liberalización, los Gobiernos de muchos de los países analizados en este capítulo no consideraron factible regresar a una “regulación estructural” y adoptar medidas administrativas. Al parecer se entendía que aplicar esas políticas desencadenaría una fuga de capitales y empeoraría la crisis. Por lo tanto, en lugar de aplicar controles del capital propiamente dichos se dio preferencia a las intervenciones destinadas a controlar el cambio y a las medidas macroprudenciales.

Los diferentes tipos de controles del capital que se pusieron en práctica en los países africanos y que se analizan en este capítulo se describen en los cuadros I.6 a I.9.

Cuadro I.6
Nigeria: taxonomía de los controles de capital

Período de tiempo/ contexto	Medida y objetivo	Tipo de flujo	Residente (salida)/ no residente (entrada)	Moneda local/divisas	Precio/cantidad	Corto plazo/largo plazo	Medidas complementarias
2015	Se prohibió la adquisición de divisas en el mercado de divisas para comprar eurobonos, bonos en moneda extranjera o acciones en moneda extranjera.	Corto plazo	Entradas/salidas	Divisas	Cantidad	Corto plazo	La compra de estos valores no estaba prohibida si el comprador utilizaba fondos propios sin recurrir a los mercados de divisas nigerianos.
2015-2016	Se prohibieron los depósitos en efectivo en cuentas de divisas.	Corto plazo	Entradas	Divisas	Cantidad	Corto plazo	En cuanto a los préstamos en moneda extranjera, los bancos debían tomarlos y otorgarlos en la misma moneda (cobertura natural), para evitar los descalces de monedas, que elevan el riesgo asociado a la moneda extranjera. Además, para evitar desajustes entre la tasa de interés variable y la fija, la base de interés para la toma y el otorgamiento de préstamos debía ser la misma.
2017	El límite máximo de los préstamos agregados en moneda extranjera que los bancos podían tomar se elevó al 125% de los fondos de los accionistas, aunque la posición abierta neta de los bancos de depósito en activos y pasivos extranjeros de residentes y no residentes no podía superar el 10% (antes el 20%) de los fondos de los accionistas.	Corto plazo	Entradas	Divisas	Cantidad	Corto plazo	...
2020	Se establecieron medidas de control de cambios que se aplicaban a los activos en cartera.	Corto plazo	Salidas	Divisas	Cantidad	Corto plazo	Se establecieron medidas de control de cambios sobre las importaciones de productos relacionados con la alimentación, los insumos manufactureros, los productos textiles y el cemento, que ya no se podrían usar para adquirir divisas en el mercado interbancario. Los que quisieran realizar ese tipo de operaciones tendrían que obtener las divisas en el mercado paralelo, que era más caro.

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro I.7
Ghana: taxonomía de los controles de capital

Período de tiempo/ contexto	Medida y objetivo	Tipo de flujo	Residente (salida)/no residente (entrada)	Moneda local/divisas	Precio/cantidad	Corto plazo/ largo plazo	Medidas complementarias
2014	Las transacciones monetarias en el extranjero por parte de empresas residentes también estaban “estrictamente prohibidas”, y los exportadores debían cobrar los ingresos de las exportaciones y repatriarlos íntegramente a sus bancos locales en un plazo de 60 días a partir del envío (Chandrasekhar, 2020).	Corto plazo	Salidas	Moneda extranjera	Cantidad	Corto plazo	Los titulares de cuentas en moneda extranjera y divisas tenían que presentar documentación para hacer transferencias fuera de Ghana.

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Central Depositaria de Valores, “Bank of Ghana outlines measures to halt cedi’s fall” [en línea] <https://www.csd.com.gh/market-info/market-news/568-bank-of-ghana-outlines-measures-to-halt-cedis-fall.html>.

Cuadro I.8
Etiopía: taxonomía de los controles de capital

Período de tiempo/ contexto	Medida y objetivo	Tipo de flujo	Residente (salida)/ no residente (entrada)	Moneda local/ divisas	Precio/ cantidad	Corto plazo/ largo plazo	Medidas complementarias
2004-2005	<p>A los residentes no se les permitía realizar inversiones directas en el extranjero y la entrada de IED también estaba muy controlada.</p> <p>Los inversores extranjeros podrían transferir su capital sin límites al salir de Etiopía de forma definitiva. Se aplicaban límites máximos a la inversión de los inversores institucionales residentes en valores emitidos por no residentes y a la cartera de inversiones en el extranjero.</p>	Largo plazo	Entradas/salidas	...	Cantidad	Corto plazo	<p>La inversión en el sector de las telecomunicaciones y de la defensa solo estaba permitida si se hacía en asociación con el Gobierno. El Gobierno mantuvo el control de las inversiones en los servicios postales (excepto el servicio de mensajería), en la transmisión y el suministro de electricidad a través del Sistema Nacional Integrado de Redes, y en los servicios de transporte aéreo con aeronaves que tuvieran capacidad para más de 20 pasajeros. Todas las inversiones (excepto las de servicios, transporte, y generación y suministro de electricidad) debían ser aprobadas y certificadas por la Comisión de Inversiones de Etiopía (EIC).</p> <p>Se necesitaba la autorización de la EIC para repatriar capital, pero esta dependía de que se presentara la documentación adecuada. Los bancos no podían pedir préstamos a bancos del extranjero ni podían suscribir acuerdos garantizados con ellos a menos que lo autorizara el Banco Nacional de Etiopía, que es el banco central. La posición global en divisas de cada banco no podía superar el 15% de su capital al cierre del último día hábil de cada semana. A partir del 1 de junio de 2004 se impuso un límite del 5% del capital desembolsado a los billetes en moneda extranjera que los bancos comerciales podían tener. Todos los derechos de propiedad de la tierra se conferían al Estado y no se permitía la propiedad privada. Los derechos de uso de la tierra debían adquirirse mediante certificados o acuerdos de arrendamiento. También se prohibió a los inversores extranjeros ser propietarios de tierras, pero podían acceder a ellas mediante acuerdos de arrendamiento con el Gobierno. A los residentes no se les permitía comprar bienes personales en el extranjero.</p>
2007-2012	Dada la necesidad de conservar las divisas, en Etiopía se vieron obligados a adoptar medidas de control del capital, incluso sobre la inversión extranjera directa.	Largo plazo	Entradas/salidas	...	Cantidad	Corto plazo	...

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro I.9
Marruecos: taxonomía de los controles de capital

Período de tiempo/ contexto	Medida y objetivo	Tipo de flujo	Residente (salida)/no residente (entrada)	Moneda local/ divisas	Precio/ cantidad	Corto plazo/ largo plazo	Medidas complementarias
Mediados de la década de 2000	Se impusieron restricciones (o se prohibieron) las inversiones en el exterior por parte de los residentes si no contaban con el permiso de la Oficina de Cambio (FEO). Las entradas de inversión extranjera directa estaban permitidas y no había restricciones. Las inversiones de cartera de los no residentes en valores estaban sujetas a autorización. Las transferencias al extranjero de los ingresos por ventas realizadas a otros no residentes solo eran posibles si se financiaban con entradas de divisas.	Corto plazo/ largo plazo	Entradas/ salidas	...	Cantidad	Corto plazo	Los controles del capital se combinaron con políticas macroprudenciales. Las inversiones en derivados estaban permitidas solo con fines de cobertura. Los bancos intermediarios autorizados, si no encontraban el instrumento de cobertura adecuado en el mercado local, podían recurrir al mercado internacional para obtener instrumentos de cobertura de divisas. Las operaciones de cobertura debían estar respaldadas por las opciones financieras de divisas contratadas por los clientes. Los bancos autorizados también podían ofrecer a los operadores residentes que contrataran préstamos en el extranjero una cobertura contra el riesgo de que fluctuaran las tasas de interés. Estos instrumentos debían estar respaldados por operaciones financieras o comerciales reales y no podían ser operaciones puramente especulativas.

Fuente: Elaboración propia.

b) Lecciones y directrices de política

El análisis de los países de África proporciona más datos sobre algunas de las lecciones de política que se pusieron de manifiesto al analizar el caso de los países asiáticos.

En primer lugar, el análisis muestra que la liberalización financiera puede aumentar la volatilidad y preparar el terreno para que surja una mayor fragilidad financiera. Ghana es un ejemplo de ello: en la década de 2000, en este país se aceleró la liberalización de los flujos de capital, que había comenzado en los años noventa. En diciembre de 2006, la Ley de Control de Cambios de 1961 (Ley 71) fue sustituida por la Ley de Divisas de 2006 (Ley 723). En el marco del régimen anterior de control de cambios, las operaciones extranjeras estaban limitadas y se aplicaban restricciones a la emisión y la transferencia de valores en las que participaban residentes y no residentes. También se regulaban los préstamos externos, en cuyo caso se exigía la aprobación del banco central, el Banco de Ghana. En el marco del nuevo régimen, para atraer la inversión extranjera se flexibilizaron las normas que regían la entrada de divisas. Además, el Banco de Ghana eliminó el requisito en el que se establecía que debía aprobar los préstamos contratados por residentes. Los bancos solo estaban obligados a presentar informes al banco central sobre todas las operaciones en divisas. La mayor liberalización financiera explica, en parte, por qué las entradas netas anuales medias, que se habían multiplicado por 2,1 entre el período de 1990-1992 y el de 1998-2000, se multiplicaron por 7,1 entre el período de 2001-2003 y el de 2006-2008¹⁶.

El caso de Sudáfrica ilustra cómo la persistencia de una cuenta de capital abierta puede llevar a que un país se vuelva muy dependiente de los flujos a corto plazo: estos han representado aproximadamente la mitad de los flujos totales del país, lo que lo vuelve vulnerable a las alteraciones de los flujos de capital.

Una particularidad del caso africano que tiene que ver con los controles del capital es la fuerte relación entre los flujos de capital y la estructura productiva. La experiencia demuestra que el grado de desarrollo, la dependencia respecto de las exportaciones de productos básicos y la percepción del riesgo limitaron el flujo de capital hacia los países africanos, salvo en unos pocos casos, sobre todo en el de Nigeria y Sudáfrica. En la mayoría de los casos, esto no se debió a la reticencia a liberalizar la cuenta de capital, sino a la reticencia de los inversores. En casos como el de Zambia, esto también significó que la apertura por sí misma no llevó a que hubiera grandes entradas y, cuando las hubo, aunque fuera a escala limitada, surgieron signos de vulnerabilidad.

¹⁶ Parte de este aumento de las entradas se debió a las inversiones en exploración petrolera, búsqueda de nuevas reservas (2007) y producción.

En segundo lugar, los controles del capital pueden afectar no solo el volumen de los flujos de este, sino también su composición. La consecuencia de que en Etiopía hubiera un entorno sólido de regulación ha sido que, además de que las entradas fueron escasas, la IED y el endeudamiento público dominaron las entradas brutas, y el crédito comercial pasó a representar algo más de una quinta parte después de 2004. Los flujos más volátiles se han mantenido a raya en un país que es extremadamente vulnerable a las perturbaciones de la balanza de pagos.

En el caso de Marruecos casi no hubo flujos de cartera durante todo este período: los flujos tuvieron lugar sobre todo en forma de IED y de flujos de crédito que correspondían a la categoría de “otras inversiones” y que se canalizaron hacia el gobierno, los bancos y el sector privado no financiero. La ausencia de flujos volátiles significó que Marruecos estuvo relativamente aislado de las crisis periódicas que afectaron a muchos mercados emergentes.

En tercer lugar, el caso africano también muestra que es difícil revertir la liberalización de la cuenta de capital, lo que apunta a la existencia de rigidez institucional. Las cestas de políticas en que se mantienen medidas administrativas relativamente estrictas relacionadas con los movimientos transfronterizos de capital son solo las que corresponden a los países en que al principio no se optó por una liberalización importante. Una consecuencia de esto es que las “medidas de control del capital” con que se ha experimentado en los países afectados por la volatilidad de los flujos de capital son más bien medidas macroprudenciales y de control de cambios, y no intervenciones que limiten directamente las entradas o las salidas de capital.

Frente a una rebaja de la calificación crediticia y al hecho de que las reservas eran escasas, en febrero de 2014 el Banco de Ghana optó por revertir la liberalización, pero solo pudo hacerlo de forma marginal. Los titulares de cuentas en moneda extranjera y divisas tenían que presentar documentación para hacer transferencias fuera de Ghana. Las transacciones monetarias en el extranjero por parte de empresas ghanesas residentes también estaban “estrictamente prohibidas”, y los exportadores debían cobrar los ingresos de las exportaciones y repatriarlos íntegramente a sus bancos locales en un plazo de 60 días a partir del envío (Chandrasekhar, 2020).

Del mismo modo, aunque la liberalización de la cuenta de capital exacerbó las vulnerabilidades en Nigeria, estas en general solo se reconocieron y afrontaron en períodos en que el mercado del petróleo era débil en materia de precios y demanda. Incluso en esas circunstancias, las

medidas destinadas a limitar la exposición de los agentes nacionales a los compromisos de pago de divisas se flexibilizaron pronto. Nigeria parece ser un caso clásico de la rigidez institucional que surge cuando se avanza por la vía de la liberalización de la cuenta de capital. Incluso cuando la vulnerabilidad provocada por dicha liberalización debilitó la balanza de pagos y la moneda, sobre todo en los períodos en que el precio del petróleo se redujo, el Gobierno solo apeló a medidas débiles de control. La tendencia básica hacia la exposición al capital y la deuda extranjeros continuó. Esto ha tenido consecuencias negativas para el país en los últimos tiempos, dado que la producción mundial de petróleo se ha contraído y sus precios han bajado.

En cuarto lugar, como ocurrió en el caso de Asia, el análisis de África muestra que los controles sobre las entradas y salidas de capital pueden estar interrelacionados. La experiencia de Ghana demuestra que, cuando en los países se tiende a reducir los controles que se aplican a las entradas de capital, la estabilidad financiera puede pasar a depender de cómo se gestionen las salidas de este.

En quinto lugar, el caso de Etiopía demuestra que los controles de la cuenta de capital no solo pueden estar destinados a mitigar la volatilidad y la fragilidad financieras, sino que también pueden tener por objeto fomentar la actividad del sector real. El régimen de control del capital de Etiopía era bastante estricto. A los residentes no se les permitía realizar inversiones directas en el extranjero, y la entrada de IED también estaba muy controlada. La inversión en el sector de las telecomunicaciones y de la defensa solo estaba permitida si se hacía en asociación con el Gobierno. Además, se reservó al Gobierno el control de las inversiones en los servicios postales (excepto el servicio de mensajería), en la transmisión y el suministro de electricidad a través del Sistema Nacional Integrado de Redes, y en los servicios de transporte aéreo con aeronaves que tuvieran capacidad para más de 20 pasajeros. Todas las inversiones (excepto las de servicios, transporte, y generación y suministro de electricidad) debían ser aprobadas y certificadas por la Comisión de Inversiones de Etiopía (EIC). No obstante, también hubo concesiones destinadas a impulsar la IED destinada a la exportación. Se eximió del impuesto sobre la renta durante un período máximo de seis años a los nuevos proyectos en la industria manufacturera o agroindustrial en que se exportara al menos el 50% de la producción o se utilizara al menos el 75% de esta como insumo para producir artículos de exportación. A las actividades de inversión en que se exportaba menos del 50% de la producción también se les otorgó una exención de hasta tres años respecto del impuesto sobre la renta.

3. América Latina¹⁷

a) Antecedentes y contexto

En este estudio se analiza la experiencia que hubo en seis países latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) en relación con los controles del capital durante el período 2005-2019. Excepto en la Argentina, en los otros cinco países se registraron tendencias similares en cuanto a los resultados de la cuenta corriente y los flujos de capital. El régimen monetario de esos cinco países tiene objetivos relacionados con la inflación, pero las políticas que se aplicaron a modo de respuesta difirieron según las características y las circunstancias concretas de cada país.

En términos generales, los países se pueden agrupar según las medidas de gestión de la cuenta de capital que hayan aplicado para regular los flujos de capital en el período estudiado. En Chile y México se optó por recurrir a la política monetaria y a la intervención discrecional en los mercados de divisas para mitigar el impacto de las fluctuaciones de los flujos de capital. Sin embargo, en esos países se amplió el conjunto de instrumentos de política al intervenir en los mercados de derivados además de en los mercados de divisas al contado. También se modificaron las alternativas de inversión de los fondos de pensiones regulados como herramienta para incidir en los flujos externos de residentes.

En Colombia y el Brasil, por su parte, se adoptaron restricciones de control del capital basadas en los precios. Esto se hizo en épocas en que las entradas aumentaron, y en el Brasil se hizo durante un período más prolongado que en Colombia. En ambos casos, los instrumentos se suprimieron al cabo de unos años. En el Brasil se innovó en cuanto a las medidas, pues se aplicó un novedoso impuesto sobre las posiciones en derivados, pero fue una experiencia efímera porque la tendencia a la depreciación de la moneda que se inició inmediatamente después se asoció con la inversión de los flujos de capital.

En el Perú, en cambio, se puso en práctica una estrategia anticíclica respecto de la regulación de los flujos de capital, y se implementó un marco institucional en que las tasas de penalización sobre las entradas se modificaban según cómo evolucionara la cuenta financiera. Estas medidas tenían un conjunto de objetivos más amplio, aparte de evitar las presiones hacia la apreciación del tipo de cambio, como en Colombia y el Brasil.

¹⁷ Esta sección está basada en Bortz (2021) y Vernengo (2021).

Los gobiernos también ampliaron el conjunto de instrumentos de política para aplicar medidas de gestión de la cuenta de capital destinadas a regular los flujos de capital. En este sentido, la intervención en el mercado de derivados de divisas se convirtió en una herramienta habitual para hacer frente a las presiones y exposiciones cambiarias, además de las intervenciones en los mercados de divisas al contado, que también se volvieron habituales. Asimismo, en algunos países se innovó y se aplicaron nuevos tipos de medidas, como el impuesto sobre las posiciones en derivados que se puso en práctica en el Brasil. Esta medida fue eficaz para desalentar las operaciones de arbitraje entre monedas (*carry trade*).

Las medidas de regulación de los flujos de capital que se examinan en este estudio tienen diferentes motivos, objetivos y efectos. En la literatura se proporcionan datos que corroboran que esas medidas permitieron mejorar la estabilidad financiera tanto interna como externa. Se adoptaron diversas medidas, desde acumular reservas hasta exigir encajes diferenciales y aplicar impuestos, que modificaron la composición de las entradas en favor de los activos a más largo plazo y en contra de las entradas de cartera. En el Perú, las medidas de gestión de la cuenta de capital que se aplicaron (junto con otras políticas económicas) llevaron a que se redujera la dolarización del sistema financiero y la deuda externa a corto plazo del sector bancario. Las medidas que se aplicaron a las salidas también permitieron reducir la fuga de capitales y mejorar la estabilidad financiera, por ejemplo, reducir la preocupación por las alternativas de inversión de los fondos de pensiones, seguros e inversión. Los resultados fueron mejores cuando las medidas se aplicaron con un enfoque holístico, como en el caso del Brasil, donde los impuestos sobre los distintos tipos de entradas cumplieron el objetivo solo cuando se complementaron con el mencionado impuesto sobre los derivados.

El segundo gran reto se refiere a la respuesta de los agentes frente a las medidas, y al grado de aplicación y cumplimiento. En el sector privado se crearon diversos canales innovadores destinados a eludir la normativa, tanto en lo que respecta a las entradas (como en el Brasil) como en lo que atañe a las salidas (como en la Argentina). Este es otro motivo para que las medidas de regulación de los flujos de capital se apliquen desde un enfoque holístico, y para tener cuidado con los efectos de retroalimentación no deseados entre los sectores, los instrumentos y las exposiciones.

Los diferentes tipos de controles del capital que se pusieron en práctica en los países latinoamericanos y que se analizan en este capítulo se describen en los cuadros I.10 a I.13.

Cuadro I.10
Colombia: taxonomía de los controles de capital

Período de tiempo/ contexto	Medida y objetivo	Tipo de flujo	Residente (salida)/no residente (entrada)	Moneda local/ divisas	Precio/ cantidad	Corto plazo/ largo plazo	Medidas complementarias
2007-2010	<p>Los flujos financieros extranjeros debían permanecer en el país como mínimo dos años para ser considerados inversión extranjera directa. También se limitaron las compras de valores de renta fija a corto plazo (menos de dos años) por parte de los inversores extranjeros: el límite era el 20% del total de las emisiones.</p> <p>El Gobierno introdujo un coeficiente de encaje obligatorio no remunerado del 40% para depósitos de seis meses como mínimo en moneda nacional, dirigido sobre todo a las entradas de deuda de cartera. El porcentaje de encaje aumentó al 50% en mayo de 2008, pero se suprimió cinco meses después, con el estallido de la crisis financiera mundial.</p> <p>En 2010, el Gobierno estableció que las inversiones en carteras extranjeras debían realizarse por medio de administradores locales para canalizar la mayor parte de las operaciones a través del mercado oficial de divisas^a.</p> <p>Ese mismo año se reguló y limitó la inversión que los fondos de pensiones y seguros podían realizar en el extranjero.</p>	Largo plazo	Entradas	Divisas	Cantidad	Largo plazo	

Fuente: Elaboración propia.

^a J. A. Ocampo y J. Malagon, "Colombian monetary and exchange rate policy over the past decade", *Comparative Economic Studies*, vol. 57, N° 3, 2015, pág. 472.

Cuadro I.11
Brasil: taxonomía de los controles de capital

Período de tiempo/ contexto	Medida y objetivo	Tipo de flujo	Residente (salida)/no residente (entrada)	Moneda local/ divisas	Precio/ cantidad	Corto plazo/ largo plazo	Medidas complementarias
2008	En marzo de 2008 se fijó un impuesto sobre las compras de bonos de cartera por parte de no residentes (impuesto a las transacciones financieras (ITF)). La tasa inicial del impuesto era del 1,5%, pero este dejó de aplicarse en septiembre de 2008 cuando estalló la crisis financiera mundial. Se restableció en 2009 con una tasa del 2% que se aplicaba a los flujos relacionados con los bonos y las acciones. En 2010 aumentó al 6%.	Corto plazo	Entradas	Moneda nacional	Precio	Corto plazo	...
2011	Era probable que los préstamos interempresariales a corto plazo se utilizaran como canal para realizar inversiones de cartera sin pagar el ITF. Por ese motivo se fijó un ITF del 6% sobre los préstamos interempresariales que tuvieran un vencimiento inferior a dos años.	Corto plazo/ largo plazo	Entradas	Moneda nacional	Precio	Corto plazo	

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro I.12
Perú: taxonomía de los controles de capital

Período de tiempo/contexto	Medida y objetivo	Tipo de flujo	Residente (salida)/no residente (entrada)	Moneda local/divisas	Precio/cantidad	Corto plazo/largo plazo	Medidas complementarias
Década de 2000 Objetivos relacionados con la estabilidad financiera y la balanza de pagos	<p>Se establecieron encajes diferenciales y variables respecto de los depósitos en moneda extranjera y de los depósitos de los no residentes en moneda nacional.</p> <p>Se establecieron encajes diferenciales en relación con la deuda externa bancaria a corto plazo.</p> <p>Se establecieron límites respecto de las posiciones netas en moneda extranjera a corto y largo plazo.</p> <p>Se establecieron límites y encajes diferenciales en relación con las posiciones largas y cortas en derivados de divisas.</p> <p>Se limitó el volumen que los fondos de pensiones podían negociar en el mercado de divisas.</p> <p>Se fijó un impuesto sobre las ganancias de los no residentes procedentes de los derivados financieros a corto plazo.</p>	Flujos a corto plazo	Entradas	Moneda extranjera	Cantidad	Corto plazo	<p>El encaje difería según el crecimiento del crédito en dólares respecto de las hipotecas y los préstamos para automóviles.</p> <p>Los requisitos de capital ponderado en función del riesgo diferían según el riesgo cambiario.</p>
					Precio		

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro I.13
Argentina: taxonomía de los controles de capital

Período de tiempo/contexto	Medida y objetivo	Tipo de flujo	Residente (salida)/no residente (entrada)	Moneda local/divisas	Precio/cantidad	Corto plazo/largo plazo	Medidas complementarias
2002-2004	<p>Se impusieron límites a las transferencias de divisas al extranjero por parte de los residentes. Inicialmente, en 2002, el límite se fijó en 100.000 dólares mensuales, pero este se flexibilizó en 2004 y se elevó a 2 millones de dólares mensuales. Las transferencias que superaban ese límite requerían la autorización del banco central. A algunas operaciones de inversión extranjera directa no se les impuso el límite.</p> <p>Para que la inversión extranjera se pudiera repatriar debía cumplir un plazo de permanencia mínimo de seis meses. En 2005, el plazo se amplió a un año.</p> <p>Se estableció un encaje no remunerado del 30% con una permanencia mínima de un año en relación con las entradas correspondientes al endeudamiento externo. A algunas transacciones de inversión extranjera directa no se les impuso ese requisito.</p>	Corto plazo/largo plazo	Entradas/salidas		Cantidad	Corto plazo	

Fuente: Elaboración propia.

b) Lecciones y directrices de política

Al igual que ocurrió con los países de Asia y África, el caso de América Latina ilustra la relevancia de la rigidez institucional. En el caso latinoamericano, el avance hacia la firma de acuerdos de libre comercio e inversión ha limitado mucho, si no suprimido, la capacidad institucional y jurídica del Estado para aplicar controles del capital. Algunos de los países de la muestra, como Chile, México y Colombia, se han movido hacia regímenes de tipo de cambio flexible y han pasado a integrar la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE). Sin embargo, los gobiernos siguen teniendo el marco institucional y las capacidades jurídicas para aplicar medidas de regulación de los flujos de capital (Marcel, 2019). En algunos casos, como en el del Brasil, estas capacidades se mantienen desde los tiempos de la Gran Depresión.

Otra limitación que hay en los países latinoamericanos a la hora de aplicar medidas de control del capital son los regímenes monetarios en que se fijan objetivos de inflación que se han establecido desde 2000. En el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú, el marco con objetivos de inflación se apoya en el supuesto implícito de la libre circulación del capital y supone un régimen de tipo de cambio flotante¹⁸. El tipo de cambio nominal es la variable que se ajusta a las perturbaciones externas¹⁹. Según Calvo (2016, pág. 56), en el marco en que se fijan objetivos de inflación todos los problemas de liquidez se esconden debajo de la alfombra; no hay grandes problemas financieros ni de deuda que interfieran con el comercio intertemporal, y el papel de la liquidez en los mercados de capitales se suprime por completo.

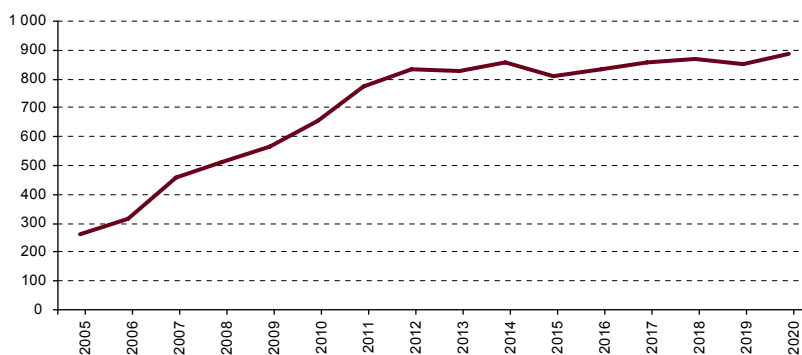
En un mundo relativamente abierto a la circulación de los flujos de capital, una mayor integración financiera pone en primer plano la necesidad de pensar en los controles del capital a escala regional. No hay experiencias de controles del capital a esa escala, aunque sí hay algunas experiencias asociadas a la cooperación regional destinada a reducir el uso de las monedas extranjeras como mecanismo para preservar las reservas de divisas. Para aplicar controles del capital a nivel regional también sería necesario un cierto grado de cooperación en cuanto a la política macroeconómica. Tal vez este es el motivo por el que las experiencias de control del capital suelen ser nacionales y no regionales.

¹⁸ Entre los países de América Latina en que se han establecido regímenes con objetivos de inflación se encuentran el Brasil (1999), Colombia (1999), Chile (1999), Guatemala (2005), México (2001), el Perú (2002) y, más recientemente, Costa Rica, la República Dominicana y el Paraguay.

¹⁹ La fijación de objetivos de inflación es un marco de política monetaria que consiste en anunciar públicamente objetivos numéricos relativos a la tasa de inflación, teniendo en cuenta que el objetivo fundamental de dicha política es que la inflación sea baja y estable, y manteniendo un firme compromiso con la transparencia y la rendición de cuentas. El principal instrumento de la política monetaria es la gestión de la tasa de interés a corto plazo mediante la aplicación de una regla de tipo Taylor. A menudo se invoca una regla fiscal para garantizar que la política fiscal esté alineada con los objetivos de la política monetaria.

Además, en un contexto de fragilidad financiera en el que predominan los flujos a corto plazo, la rigidez institucional y el hecho de que en los países se enfrenten limitaciones considerables a la hora de imponer controles del capital da lugar a importantes contradicciones en materia de políticas. Como resultado de la rigidez institucional, en los países se sustituyen los controles del capital por otras medidas, como la acumulación de reservas. El hecho de acumular reservas, además de que supone un costo debido a la diferencia entre la tasa de interés nacional y la extranjera, puede tener un efecto alcista sobre la tasa de interés de política, lo que limita el propio carácter anticíclico que constituye la base de los marcos en que se fijan objetivos de inflación. Durante la pandemia de COVID-19, en la mayoría de los países de América Latina se intervino en los mercados de divisas para aumentar el nivel de las reservas internacionales (véase el gráfico I.1).

Gráfico I.1
América Latina y el Caribe: evolución de las reservas internacionales, 2005-2020
(En millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos oficiales.

En algunos países también se intervino en el comercio de derivados, como ocurrió en el caso del Brasil. Por ejemplo, durante el *taper tantrum* de 2013, en lugar de vender moneda extranjera, el Banco Central del Brasil intervino mediante permutas de divisas. La intervención afectó positivamente el tipo de cambio y puso freno a la especulación (Macalos, 2017 y 2018; Kohlscheen y Andrade, 2014). Además, mitigó el riesgo cambiario de los bancos nacionales que habían tomado préstamos en el extranjero. Según Barbone González y otros (2019), la oferta de permutas de divisas por parte del banco central del Brasil durante el *taper tantrum* ayudó a reducir a la mitad el impacto negativo de la perturbación externa sobre la oferta de crédito interno. Macalos (2017) muestra que con esta intervención se consiguió aumentar la oferta de divisas en momentos de tensión del mercado mediante la compensación de las fases negativas de las operaciones de arbitraje entre monedas.

Los bancos centrales de todos los países latinoamericanos que se analizaron replicaron la experiencia del Brasil y aplicaron la intervención en el mercado de derivados como parte del conjunto de instrumentos de política destinados a regular los flujos de capital. Este instrumento ha demostrado ser muy relevante dada la importante presencia de inversores extranjeros en los mercados de deuda nacionales.

Una tercera lección de política es que, en el contexto del COVID-19 y de la estructura actual de los mercados financieros, las medidas complementarias destinadas a regular los flujos de capital no son sustitutos perfectos de los controles del capital. En el contexto actual, el sentido de los flujos está determinado sobre todo por la situación mundial. En la región se registró un aumento de las entradas antes de la crisis financiera mundial y después de ella, cuando en las economías avanzadas se aplicaron políticas de flexibilización cuantitativa. Las medidas alternativas que se aplicaron en lugar de los controles del capital fueron eficaces en varias dimensiones, pero tuvieron dificultades para evitar que se apreciara el tipo de cambio y para desalentar las entradas. Cuando la política monetaria se endureció en las economías avanzadas, los flujos de capital se invirtieron independientemente de las políticas que se aplicaron en América Latina. Este comportamiento de los flujos de capital exige un marco institucional y político que permita modificar y eventualmente anular las medidas adoptadas, así como un enfoque dinámico respecto de la regulación de los flujos de capital en que se considere la evolución de las condiciones externas e internas.

Una cuarta lección de política es que, a pesar de las limitaciones jurídicas e institucionales que se enfrentaban en los países, no se renunció por completo a la aplicación de medidas que pueden estar comprendidas en el amplio espectro de la regulación de los flujos de capital. Entre esas medidas se encuentran la aplicación de impuestos, las autorizaciones de límites y las prohibiciones sobre los flujos financieros, el establecimiento de períodos mínimos de permanencia y la exigencia de mantener encajes no remunerados.

En los países analizados se aplicaron medidas fiscales explícitas para contrarrestar las entradas. La tasa de los impuestos se modificó en función de las diferentes etapas del “ciclo de entradas”. Los conceptos específicos a los que se aplicaban los impuestos obedecían a las circunstancias del momento, a los esfuerzos de los inversores por eludirlos, a la preocupación por la volatilidad del tipo de cambio, a las fluctuaciones a corto plazo y al riesgo sistémico financiero en el conjunto de los mercados y en mercados concretos, entre otros factores. El país en que más se experimentó con este tipo de medidas fue el Brasil. En ese país, los impuestos a las transacciones financieras (ITF) comenzaron a aplicarse en los años noventa, pero la tasa se redujo al 0% tras la crisis

de la Federación de Rusia en 1998, cuando el real también fue objeto de presiones especulativas que lo depreciaban. Finalmente, el tipo de cambio se devaluó en 1999; el impuesto se volvió a imponer en 2008.

En el Brasil se prohibió a los no residentes (y a los residentes no bancarios) participar en el mercado de divisas al contado. Otro ejemplo es el del Perú, donde una parte de la inversión impulsada por las operaciones de arbitraje entre monedas se instrumentó mediante operaciones en activos a muy corto plazo, como los certificados de depósito o los títulos de esterilización emitidos por el Banco Central de Reserva del Perú. Esto ocurrió sobre todo durante la primera oleada de entradas que tuvo lugar en el país en el período 2007-2008. Con ello se vinculó la instrumentación de la política monetaria con la volatilidad de las entradas financieras externas, independientemente de las condiciones financieras internas. Este procedimiento se prohibió en 2010 y eso llevó a que ese mercado se cerrara en los hechos para los inversores extranjeros. El resultado fue que las entradas de cartera se redujeron en comparación con la oleada anterior, que disminuyó la participación de la inversión externa a corto plazo y que se mitigaron las salidas posteriores (Aguirre, 2016, págs. 252-253).

En cuanto a las medidas que se aplicaron a las salidas, se restringieron las alternativas de inversión de los fondos de pensiones y las empresas de seguros. En el período estudiado, en Chile y México se modificaron los límites y las opciones de inversión de los fondos de pensiones y las empresas de seguros, otorgándoles una mayor diversidad de instrumentos, entre ellos activos externos e instrumentos derivados. En el Perú, en cambio, se limitó el volumen que los fondos de pensiones podían negociar en el mercado de divisas. Otras medidas implicaron restricciones a la participación en determinados mercados.

El país en que se aplicaron controles más estrictos sobre las salidas fue la Argentina. Las medidas fueron motivadas por las sostenidas salidas de capital de los residentes que tuvieron lugar en el período 2008-2011 en el contexto de la caída del comercio y del saldo de la cuenta corriente, que presionaron el tipo de cambio y las reservas. Las salidas también aumentaron debido al turismo en el exterior y las importaciones. Además, debido a un conflicto legal con los tenedores de bonos que no habían consentido en renegociar la deuda durante la suspensión de pagos de 2001 y la reestructuración de la deuda de 2005, el país carecía en ese momento de acceso a los mercados financieros internacionales. Las medidas restringieron el acceso de los residentes a las divisas de las siguientes maneras: exigencia de obtener la autorización previa del organismo de recaudación de impuestos; impuestos sobre las compras con tarjetas de crédito, y obligación de obtener una autorización (informal) para comprar moneda extranjera a los efectos de importar y remitir beneficios, entre otras restricciones. Se puede esgrimir que las medidas fueron eficaces en

lo que respecta al objetivo que se había declarado (Rua y Zeolla, 2018). Las salidas de capital, las compras de moneda extranjera por parte de los residentes y las remesas de beneficios disminuyeron sustancialmente debido a las medidas aplicadas.

El encaje no remunerado y el período de permanencia mínima por lo general se exigieron en épocas de aumento de las entradas, en particular antes de la crisis financiera mundial y durante las entradas asociadas a la flexibilización cuantitativa, que tuvieron lugar en el período 2009-2013. Estas medidas se aplicaron en la Argentina de 2003 a 2005 y en Colombia, primero en la década de 1990 y después en 2007 y 2008. En el Perú había un enfoque diferente en cuanto a la exigencia de mantener un encaje no remunerado. Como se ha mencionado, estas medidas tenían por objeto desalentar las entradas de capital. Sin embargo, su eficacia y su impacto dependían de las características y los rasgos de la economía en cuestión.

En todos los países analizados se intervino en el mercado de divisas para reducir o mitigar la volatilidad. El Banco Central de la República Argentina fue comprador neto de reservas hasta 2011, y de 2016 a 2017, sobre todo para crear una acervo de reservas (motivo de precaución). Entre 2011 y 2015, y a partir de 2018, dicho banco se convirtió en vendedor neto de reservas con el propósito de evitar la depreciación del tipo de cambio (oficial) o de suavizarla.

C. Conclusión

La pandemia de COVID-19 ha aumentado considerablemente el nivel de endeudamiento, las necesidades de liquidez y las limitaciones de los países en desarrollo. La limitada respuesta de los organismos financieros internacionales y las condiciones favorables de préstamo a nivel mundial —producto de la expansión del balance de los bancos centrales de las economías avanzadas— han llevado a los gobiernos de los países en desarrollo a recurrir sobre todo a los mercados de capitales privados para cubrir sus necesidades de financiamiento. La dependencia respecto de los mercados de capitales privados constituye un motivo de preocupación importante en lo que atañe a la estabilidad financiera.

Los mercados de capitales privados son muy susceptibles a las condiciones financieras internacionales y a la percepción del riesgo por parte de los países emisores: eso los hace extremadamente volátiles y los expone a cambios repentinos. Las tasas de interés históricamente bajas de las economías desarrolladas han animado a los inversores que buscan un mayor rendimiento a comprar deuda en los mercados en desarrollo para obtener más beneficios. Esta circunstancia podría modificarse con facilidad. La tendencia al alza de las tasas de interés a largo plazo que se

observa desde principios de 2021 podría reducir el incentivo que lleva a invertir en las economías emergentes. Un factor agravante es el hecho de que la mayor parte de los países en desarrollo han sido clasificados como de alto riesgo para los inversores privados y, por lo tanto, su calificación crediticia puede ser objeto de rebaja. Además, el rendimiento de los bonos soberanos sigue siendo superior a la tasa de crecimiento del PIB de muchas economías en desarrollo, lo que pone en duda la sostenibilidad del nivel de endeudamiento actual y futuro. Esto desvirtúa el propósito de emitir deuda a plazos muy largos para evitar posibles situaciones de reestructuración de la deuda.

El endeudamiento elevado y las restricciones de liquidez también afectan al sector empresarial no financiero, tanto a las empresas de propiedad pública como a las de propiedad privada. Como se ha explicado anteriormente, esta circunstancia no solo es una fuente de fragilidad financiera, dadas las condiciones estructurales de los países en desarrollo, sino que además, dados los mecanismos que vinculan el sector financiero con el sector real, repercute negativamente en la capacidad de los países para aumentar la inversión y mantener las tasas de crecimiento de forma proporcional al nivel de endeudamiento actual y futuro.

Los controles del capital son un componente esencial del conjunto de instrumentos que los países necesitan para hacer frente a los retos y peligros que plantea el contexto financiero actual. En la literatura existente sobre los controles del capital se muestra que estos son eficaces para mitigar la volatilidad y la inestabilidad financieras. Los controles del capital también pueden servir para promover objetivos de crecimiento a largo plazo. En este documento se presentan datos sobre el uso de los controles del capital en 19 países de tres regiones en desarrollo: Asia y el Pacífico, África y América Latina. El análisis de estos casos nacionales proporciona importantes lecciones de política que se pueden aplicar en la crisis actual provocada por el COVID-19.

En primer lugar, el estudio de los países corrobora la utilidad de los controles del capital en diferentes circunstancias. Dichos controles amplían el espacio de políticas interno. En segundo lugar, excluir los controles del capital del conjunto de instrumentos de política y aumentar la liberalización no conduce a una mayor estabilidad, no atrae flujos de capital a largo plazo y no lleva a que aumente el nivel de inversión o crecimiento.

En tercer lugar, la liberalización financiera produce efectos importantes de rigidez institucional que limitan la capacidad de los países para aplicar medidas de control del capital. Del mismo modo, la liberalización y la integración financieras dificultan el establecimiento de controles del capital a nivel nacional. Por consiguiente, merece la pena

explorar la posibilidad de establecer controles del capital regionales, aunque estos exigen un alto grado de cooperación económica y financiera que no existe en las economías en desarrollo.

En cuarto lugar, las medidas prudenciales y de mercado no son necesariamente sustitutos adecuados de los controles del capital. En quinto lugar, a pesar de que en todas las regiones que se analizaron en el estudio hay una mayor liberalización financiera, en algunos países se siguen usando instrumentos que pueden considerarse, a grandes rasgos, controles del capital. En sexto lugar, para gestionar el capital de forma eficaz es necesario que en los países se tenga la libertad de imponer controles tanto a las salidas como a las entradas de capital con diferentes grados de flexibilidad.

En séptimo lugar, los controles del capital pueden estar destinados a fomentar la estabilidad financiera o el desarrollo del sector real. Por último, las medidas de control del capital suelen ir acompañadas de otras medidas complementarias (regulaciones macroprudenciales), lo que justifica que los controles del capital formen parte de un amplio conjunto de instrumentos que los gobiernos tengan a su disposición.

Bibliografía

- Aguirre, P. (2016), "La regulación de los flujos de capital: un análisis de las experiencias de Brasil, Perú e Islandia", tesis de doctorado, Universidad Complutense de Madrid.
- Akyüz, Y. (2021), Comentarios sobre el estudio de caso "The Asian experience" de Jayati Ghosh, taller de expertos en estabilidad financiera, regulación macroprudencial y flujos internacionales de capital, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD)/Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), 15 y 16 de abril.
- Avdjiev, S. y E. Takáts (2016), "Monetary policy spillovers and currency networks in cross-border bank lending", *BIS Working Papers*, N° 549, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Barbone González, R. y otros (2019), "Hedger of last resort: evidence from Brazilian FX interventions, local credit, and global financial cycles", *Economic Working Paper*, N° 1648, Universitat Pompeu Fabra.
- Bortz, P. (2021), "Capital account management measures in Latin America 2005-2019", abril [en línea] <https://mobilizingdevfinance.org/sites/mobilizedevresources/files/2021-07/Capital%20Account%20Management%20in%20LAC-%20Pablo%20Bortz.pdf>.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (2021), "Global liquidity indicators" [en línea] <https://www.bis.org/statistics/gli.htm?m=6%7C333%7C690>.
- Budnevich, Portales, C., N. Favreau Negront y E. Pérez Caldentey (2021), "Chile's thrust towards financial fragility", *Investigación Económica*, vol. 80, N° 315.
- Calvo, G. A. (2016), *Macroeconomics in Times of Liquidity Crises*, Cambridge, The MIT Press.

- Chandrasekhar, C. P. (2020), "Capital flows and capital controls: the African experience", inédito.
- Chinn, M. D. y H. Ito (2005), "What matters for financial development? Capital controls, institutions and interactions", *Working Paper*, N° 11370, National Bureau of Economic Research (NBER).
- Chui, M., E. Kuruc y P. Turner (2016), "A new dimension to currency mismatches in the emerging markets: non-financial companies", *BIS Working Papers*, N° 550, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Eguren-Martin, F. y otros (2020), "Capital flows-at-risk: push, pull and the role of policy", *Staff Working Paper*, N° 881, Banco de Inglaterra.
- Eichengreen, B. (2003), *Capital Flows and Crises*, The MIT Press.
- Epstein, G., I. Grabel y K. S. Jomo (2003), "Capital management techniques in developing countries: an assessment of experiences from the 1990's and lessons for the future", *Working Paper*, N° 56, Political Economy Research Institute (PERI).
- Erten, B. y J. A. Ocampo (2017), "Macroeconomic effects of capital account regulations", *IMF Economic Review*, vol. 65, No. 2.
- Erten, B., J. A. Ocampo y A. Korinek (2019), "Capital controls: theory and evidence", *Working Paper*, N° 26447, National Bureau of Economic Research (NBER).
- Fernández, A. y otros (2015), "Capital control measures: a new dataset", *Working Paper*, N° 20970, National Bureau of Economic Research (NBER).
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2018), *The IMF's Institutional View on Capital Flows in Practice* [en línea] [chrome-extension://efaidnbnmnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2018/073018.pdf](https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2018/073018.pdf).
- Forbes, K. J. y F. E. Warnock (2011), "Capital flow waves: Surges, stops, flight and retrenchment", *Working Paper*, N° 17351, National Bureau of Economic Research (NBER).
- Ghosh, J. (2020), "Capital flow regulations. Asia: a consideration of the experience of selected countries", inédito.
- Ghosh, J. y C. P. Chandrasekhar (eds.) (2009), *After Crisis: Adjustment, Recovery and Fragility in East Asia*, Nueva Delhi, Tulika Books.
- Grenville, S. (2012), "Rethinking capital flows for emerging East Asia", *ADB Working Paper*, N° 362, Instituto del Banco Asiático de Desarrollo.
- IIF (Instituto de Finanzas Internacionales) (2021), *IIF Capital Flows Tracker*, junio [en línea] <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-and-Debt/Capital-Flows-Tracker>.
- Junta de Gobernadores de la Reserva Federal (1942), "Report to the Cuban Government of the American Technical Mission to Cuba", *Federal Reserve Bulletin*, agosto.
- Karcher, S. y D. A. Steinberg (2013), "Assessing the causes of capital account liberalization: how measurement matters", *International Studies Quarterly*, vol. 57, N° 1.
- Keynes, J. M. (1980), *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Vol. XXV. Activities 1940-1944*, D. Moggridge (ed.), Nueva York, Cambridge University Press.
- Klein, M. W. (2012), "Capital controls: gates versus walls", *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall.
- Kohlscheen, E. y S. Andrade (2014), "Official FX interventions through derivatives", *Journal of International Money and Finance*, vol. 47, C.
- Macalos, J. P. (2018), "A relação entre as intervenções cambiais de mercado do Banco Central do Brasil e os ciclos globais de liquidez entre 2003 e 2016", tesis de doctorado, Universidad Estadual de Campinas.

- _____(2017), "Foreign exchange swaps: a near substitute for international reserves in peripheral countries? The case of Brazil", documento presentado en la XXI FMM Conference: The Crisis of Globalization, Berlín, 9-11 de noviembre.
- Marcel, M. (2019), "Capital flows and the migration of risks: the recent Chilean experience. Remarks by Mario Marcel, Governor of the Central Bank of Chile" [en línea]. <https://www.bcentral.cl/contenido/-/detalle/capital-flows-and-the-migration-of-risks-the-recent-chilean-experience.-mario-marcel.-presidente.-oecd-conference-centre-paris-france-6>.
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press.
- _____(1982), *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Nueva York, M. E. Sharpe.
- Ocampo, J. A. y J. Malagon (2015), "Colombian monetary and exchange rate policy over the past decade", *Comparative Economic Studies*, vol. 57, N° 3.
- Ostry, J. D. y otros (2011), "Managing capital inflows: what tools to use?", *IMF Staff Discussion Note*, SDN/11/06, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- _____(2010), "Capital inflows: the role of controls", *IMF Staff Position Note*, SPN/10/04, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Pasricha, G.K., y otros (2018), "Domestic and multilateral effects of capital controls in emerging markets", *Journal of International Economics*, vol. 115.
- Pradhan, M. R. y otros (2011), "Policy responses to capital flows in emerging markets", *IMF Staff Discussion Note*, N° 10, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Prates, D. y P. Hawkins (2020), "UNCTAD DDFB Comments for the ECLAC team on *Workstream 3.1 Developing country capital account management: proposals for the post-COVID-19 era*", 18 de diciembre, inédito.
- Rebucci, A. y C. Ma (2019), "Capital controls: a survey of the new literature", *Working Paper*, N° 26558, National Bureau of Economic Research (NBER).
- Reddy, Y. V. (2010), *India and the Global Financial Crisis: Managing Money and Finance*, Anthem Press.
- Rua, M. y N. Zeolla (2018), "Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: la experiencia argentina reciente", *Problemas del Desarrollo*, vol. 49, N° 194, julio-septiembre.
- Spiegel, S. (2012), "How to evade capital controls... and why they can still be effective", *Regulating Global Capital Flows for Long-run Development*, K. P. Gallagher, S. Griffith-Jones y J. A. Ocampo (eds.), Boston, Boston University Creative Services.
- Vernengo, M. (2021), "Report on regional capital flow management measures", inédito.

Anexo I.A1

Liberalización de la cuenta de capital y controles de capital

Los fundamentos teóricos de la liberalización de la cuenta de capital están bien establecidos y no son difíciles de entender. Según Eichengreen (2003, pág. 341), los argumentos que justifican la libre circulación del capital son los mismos que justifican el libre comercio, excepto por los subíndices del modelo; en otras palabras, los argumentos a favor de la liberalización financiera internacional son los mismos que los argumentos a favor de la liberalización financiera nacional. Desde este punto de vista, los mercados financieros actúan como intermediarios de las decisiones intertemporales sobre el consumo y garantizan que las inversiones se ajusten al pleno empleo del ahorro. La libre circulación del capital lleva a que se igualen la tasa de interés nacional y la internacional, del mismo modo que la libre entrada a cualquier sector del país igualaría las tasas de beneficio nacionales. En el ámbito de la economía hay una concepción teórica de larga data en que se subraya el papel que las fuerzas de la economía real —impulsadas en última instancia por la productividad— desempeñan en la determinación de la tasa a la que convergería la remuneración financiera de todos los demás activos, ajustada por el riesgo. Por lo general, esto ocurriría sobre la base del proceso de la competencia. Esta tasa de convergencia suele denominarse tasa de interés natural. A los efectos de simplificar, la tasa de interés natural o neutra se calcula sobre la base de las tasas de interés de los Estados Unidos, ya que este país es el proveedor de activos sin riesgo.

El papel fundamental de la circulación del capital consiste en hacer posible la suavización intertemporal de las decisiones de ahorro e inversión, y permitir que los préstamos internacionales reduzcan las fricciones que hay en el funcionamiento del sistema. Además, la existencia de movilidad financiera internacional permitiría compartir el riesgo, en particular si los países que tienen diferentes modelos de especialización productiva y comercial se ven afectados por perturbaciones idiosincráticas (Obstfeld y Rogoff, 1996; Gourinchas y Rey, 2014).

En parte como resultado de las críticas a las opiniones convencionales sobre las consecuencias de la libre circulación del capital, se empezaron a debatir perspectivas alternativas sobre el papel de la regulación de los flujos de capital (también llamada técnicas o medidas de gestión de la cuenta de capital). Durante la época de Bretton Woods, los flujos de capital estaban muy restringidos. En los años setenta, el auge del crédito relacionado con el reciclaje de los petrodólares condujo a la crisis de la deuda externa, que dio lugar a importantes salidas desde los países periféricos. El retorno de los flujos de capital a la periferia en la década de 1990 —documentado en el trabajo de Calvo, Leiderman y Reinhart (1993)

y el posterior período de inestabilidad financiera que comenzó con la “crisis del tequila” y se observó sobre todo tras la crisis financiera asiática, llevaron a reconsiderar el papel de los controles del capital. El método esencial consistía en introducir imperfecciones en el modelo básico. Las imperfecciones implicarían que el funcionamiento del sistema financiero internacional es, en realidad, más volátil y propenso a las crisis de lo que sugiere el modelo sencillo. En particular, las distorsiones en las economías menos desarrolladas (que en la literatura convencional a menudo se relacionan con las intervenciones gubernamentales), la existencia de rendimientos crecientes de escala, y el resultado de estructuras de mercado menos competitivas, o la falta de información perfecta, llevarían a que el capital circulara hacia actividades en que la eficiencia marginal superara los costos de oportunidad, y conduciría a la ineficiencia.

Desde este punto de vista, los controles de capital podrían considerarse instrumentos temporales destinados a corregir los fallos del mercado que surgen debido al proteccionismo, las estructuras de mercado monopolísticas y la información imperfecta. Grabel (2014) señalan que hay un cambio de imagen de los controles del capital, cambio en que se promueve una “nueva economía del bienestar” asociada a los controles del capital. En particular, el enfoque que instrumentalizara Korinek (2011) en que se enfatizan los costos financieros asociados a la inestabilidad generada por la libre circulación del capital como una externalidad, implica que los controles del capital pueden ser vistos como un impuesto pigouviano óptimo. En algunos modelos se destacan no solo las externalidades asociadas a la inestabilidad financiera, sino también las asociadas a las fluctuaciones de la demanda y el desempleo (Erten, Ocampo y Korinek, 2019). El impuesto, que se aplica con más frecuencia a las salidas que a las entradas, reduce los efectos desestabilizadores de los flujos de capital vinculados con los ciclos de desapalancamiento y las interrupciones repentinas. Los ciclos de desapalancamiento se consideran particularmente problemáticos cuando hay descalces de monedas entre las obligaciones y los flujos de ingresos (Krugman, 1999) dado que cae el precio de los activos y la depreciación de la moneda aumenta el valor de los pasivos, lo que crea un mecanismo perverso de retroalimentación que conduce a una crisis financiera. En ese contexto, los impuestos sobre las entradas se consideran un instrumento pertinente para evitar la espiral viciosa de la deflación de los activos y la depreciación de la moneda, y para obligar a los agentes a tener en cuenta el riesgo del descalce de monedas.

Esto no quiere decir que en la nueva literatura solo se argumente en favor de gestionar la cuenta de capital. En realidad, algunos argumentos en favor de mantener la apertura de dicha cuenta pueden relacionarse con el enfoque moderno de la economía política, en que se enfatiza, de

conformidad con el trabajo de North (1981) la importancia que los derechos de propiedad y el estado de derecho tienen para la inversión, la acumulación de capital y el desarrollo económico (Acemoglu y Robinson, 2012). Gourinchas y Jeanne (2006) por ejemplo, consideran una situación en que el gobierno de un país en desarrollo puede comprometerse a no expropiar el capital. Sin embargo, dada la inestabilidad política y la posibilidad de que se modifique la estructura de poder, el compromiso es demasiado breve como para ofrecer garantías que hagan posible la inversión. En consecuencia, se produce una subinversión, o la inversión se destina a las actividades improductivas, que son más a corto plazo y pueden protegerse de los regímenes políticos cambiantes. Sin embargo, los autores sugieren que, en el mismo horizonte temporal, el país en desarrollo políticamente inestable puede comprometerse a mantener una cuenta de capital abierta, ya que esto señalaría a los mercados la intención de mantener un entorno favorable a los inversores y evitaría las salidas de capital.

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de B. Eichengreen, *Capital Flows and Crises*, The MIT Press, 2003; M. Obstfeld y K. Rogoff, *Foundations of International Macroeconomics*, Cambridge, MIT Press, 1996; G. Calvo, L. Leiderman y C. Reinhart, "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, N° 1, 1993; I. Grabel, "Not your Grandfather's IMF: Global Crisis, 'Productive Incoherence' and Developmental Policy Space", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 35, N° 5, 2011; P. Krugman, "Balance sheets, the transfer problem, and financial crises", *International Finance and Financial Crises*, P. Isard, A. Razin y A. K. Rose (eds.), Washington, D.C, Fondo Monetario Internacional (FMI), 1999; D. Acemoglu y J. Robinson, *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity, and Poverty*, Nueva York, Crown, 2012; P. O. Gourinchas y O. Jeanne, "The elusive gains from international financial integration," *Review of Economics and Statistics*, vol.73, N° 3, 2006; D.C. North, *Structure and Change in Economic History*, Nueva York, W. W. Norton & Co., 1981 y A. Korinek, "The new economics of prudential capital controls: a research agenda", *IMF Economic Review*, vol. 59, N° 3, 2011.

Capítulo II

Desafíos planteados por la trayectoria de desarrollo mundial de 2022 a 2030

*Terry McKinley*¹

Introducción

En este capítulo se informa sobre los resultados de un escenario de desarrollo global generado por el Modelo de Políticas Mundiales (MPM) y diseñado con el objetivo de examinar las perspectivas económicas de un conjunto de países desarrollados y en desarrollo para el período 2020-2030. Para ello, se centra en algunas variables económicas clave, a saber: el producto interno bruto (PIB) real, el PIB per cápita, el déficit público, la deuda pública, la cuenta corriente y la posición de inversión internacional.

Cabe destacar que, a diferencia de escenarios anteriores del MPM, en este ejercicio se pueden abordar las tendencias de 15 economías en desarrollo que no son miembros del Grupo de los 20 (G20), así como las tendencias de todos los miembros del G20. Por lo tanto, se presentan datos para un total de 35 países.

El MPM utiliza datos históricos a largo plazo desde 1970 para determinar tendencias significativas que influyen en las perspectivas económicas y las consiguientes opciones de política de los principales

¹ Profesor Investigador Asociado, Escuela de Estudios Orientales y Africanos (SOAS), Universidad de Londres.

países y regiones y del mundo en su conjunto. El análisis se centra en los países en desarrollo, incluidos ocho miembros del G20 (Argentina, Brasil, China, India, Indonesia, México, Sudáfrica y Türkiye).

Para este ejercicio, la muestra de economías en desarrollo se ha ampliado a fin de analizar otros 15 países: Bangladesh, Chile, Colombia, Egipto, Etiopía, Filipinas, Irán (República Islámica del), Kenya, Nigeria, Pakistán, República Democrática del Congo, República Unida de Tanzania, Tailandia, Uganda y Viet Nam. Los países más pequeños seguirán incorporándose como parte de los grupos regionales.

Es importante subrayar que este escenario se construye sobre la base de un conjunto de condiciones o factores (como las limitaciones estructurales inherentes y los impedimentos al progreso relacionados con la pandemia de COVID-19, así como las opciones de política plausibles que se adoptan para abordar dichas limitaciones e impedimentos), que se presentan en la sección sobre los supuestos de trabajo para el escenario de desarrollo.

Por ejemplo, la probable prolongación del impacto de la pandemia puede reconocerse en varias tendencias económicas importantes que ya son evidentes. Entre ellas se encuentran, por ejemplo, el aumento de la relación entre la deuda y el PIB y el menor crecimiento de los ingresos por servicios transfronterizos. Sin embargo, los posibles efectos de la pandemia a largo plazo siguen siendo inciertos. Para el resto de la década de 2020, se supone que la actual adaptación económica y social a la pandemia —así como la creciente preocupación por los riesgos sanitarios y climáticos— tendrá efectos significativos.

Es indudable que, sumada a los problemas económicos estructurales, como los crecientes desequilibrios en el comercio mundial y las desigualdades cada vez mayores en la distribución del ingreso, la pandemia afectará considerablemente las prioridades de los gobiernos, sobre todo en lo que respecta a la gestión de las finanzas y la deuda, así como a la participación potencialmente beneficiosa de los países en las redes transfronterizas para la industria manufacturera y afines.

Junto con la intensificación del imperativo mundial de reducir estratégicamente la dependencia de los combustibles fósiles, las tendencias relacionadas con la pandemia podrían retrasar el desarrollo económico en muchas economías en desarrollo y emergentes en la década de 2020 e incluso, en cierta medida, más allá de 2030.

A continuación se analiza el escenario de desarrollo propiamente dicho. El punto de partida de las tendencias a mediano plazo es 2019. Luego se informa sobre la subsiguiente recesión económica y financiera

provocada por la pandemia de COVID-19, que comenzó a nivel mundial a principios de 2020. A partir de entonces, el escenario sigue la trayectoria de la posterior recuperación económica parcial en 2020-2021 y a principios de 2022. También se hacen algunas comparaciones con las tendencias previas observadas en 2011-2019. Sin embargo, este informe se centra en todo el período hasta 2030, aunque por lo general el análisis de las tendencias se dividirá en los dos períodos de 2020-2025 y 2026-2030.

Como se indicó anteriormente, en este informe se hace hincapié en la evolución de seis variables económicas, a saber: el PIB real, el PIB per cápita, el déficit público, la deuda pública, la cuenta corriente y la posición de inversión internacional.

A. Supuestos de trabajo para el escenario de desarrollo²

1. Tasas de crecimiento del PIB real

Como se indicó anteriormente, el escenario de desarrollo se basa en varios supuestos de trabajo. Uno de ellos es que las principales economías utilizarán su posición de liderazgo en los mercados financieros mundiales y las cadenas de producción para ayudar a mantener sus tasas de crecimiento del PIB al menos en los niveles mínimamente deseables.

Por ejemplo, se supone que China se esforzará por mantener una tasa de crecimiento del PIB real del 5% anual, por lo menos durante el período 2020-2030, conforme la prioridad del desarrollo nacional continuo (véase el cuadro II.1). Asimismo, se supone que los Estados Unidos alcanzará un crecimiento del PIB real del 2% anual y la India una tasa del 4%. Si bien la proyección para los Estados Unidos estaría por debajo de su media anterior a la pandemia, se supone que mantendrá al menos esa tasa de crecimiento moderada sobre la base de su continua fortaleza como centro financiero mundial. Mientras tanto, dado que la India tiene una población numerosa y creciente y una gran proporción de su economía está orientada a las actividades internas, se prevé que experimentará una relativa desaceleración con respecto al rápido ritmo de crecimiento que ha alcanzado en las últimas décadas.

² Las proyecciones de este capítulo no se han ajustado para tener en cuenta el impacto potencial de la guerra y las sanciones.

Cuadro II.1
Tasas supuestas de crecimiento del PIB real, 2022 - 2030
(En porcentajes)

País o grupo	Meta de crecimiento del PIB real	Observaciones
Estados Unidos	Un 2% anual	Se mantiene su importancia como centro financiero mundial
China	Un 5% anual, que disminuye al 4% anual en la década de 2030	Prioridad al desarrollo nacional continuo y papel creciente en el mercado financiero mundial
India	Un 4% anual	Prioridad al desarrollo nacional continuo, vínculos externos limitados
Japón	Un 1,5% anual	Posición internacional muy fuerte
Alemania	Un 1% anual	Posición internacional muy fuerte
Otros países de Europa (que no pertenecen a la Unión Europea)	Un 1,5% anual	Posición internacional fuerte (por ejemplo, Noruega, Suiza)
Arabia Saudita	Un 2% anual, que disminuye al 1% anual en la década de 2030	Grandes activos externos e impulso a la diversificación para dejar de depender del petróleo

Fuente: Elaboración propia.

Según las proyecciones, si bien la tasa de crecimiento anual del PIB del Japón y Alemania llegará solo al 1,5% y el 1%, respectivamente, debido al crecimiento relativamente insuficiente de la demanda mundial, ambos países mantendrán una sólida posición internacional. Se supone que la tasa de crecimiento anual de la Arabia Saudita se mantendrá en un 2%, un porcentaje considerablemente inferior a su crecimiento medio de casi el 3,5% en las décadas anteriores a la pandemia. Sin embargo, se prevé que continuará creciendo, debido a su importante actividad financiera externa y a su papel fundamental en la exportación de energía.

2. El papel de la descarbonización

El ejercicio del MPM supone que los países participarán en cierta medida en la mejora de la eficiencia energética (es decir, en la reducción de la relación entre el consumo de energía y el PIB), el aumento del suministro de energía no fósil y la reducción de las emisiones por unidad de energía fósil utilizada (véase el cuadro II.2).

La proyección hasta 2030 supone una mejora global del 21% en la eficiencia energética, que se monitorea mediante la relación entre el consumo de energía y el PIB. Si bien esta proyección puede parecer optimista, no se puede descartar *ex ante*, dado que en el pasado se registraron muchos episodios de ganancias aún mayores en algunos países. Se debe tener en cuenta que esta mejora permitiría aumentar el PIB, mientras el uso total de energía se mantendría más o menos igual.

Se supone que la aceleración del suministro de fuentes de energía no fósiles, combinada con la mejora general de la eficiencia energética, reduciría el uso de combustibles fósiles en un 6%. Sin embargo, también se asume que los cambios emprendidos en esta década formarán parte de una trayectoria que deberá ser más pronunciada y generalizada en el futuro, sobre la base del despliegue concertado de innovaciones tecnológicas y cambios institucionales significativos.

Cuadro II.2
Cambios supuestos en las variables de energía

Variable	Unidad	2019	2025	2030
Uso de energía	Millones de toneladas equivalentes de petróleo	20 000	20 000	20 500
Uso de energía	Toneladas equivalentes de petróleo por millón de dólares del PIB	156	136	124
Suministro de energía no fósil	Porcentaje anual de crecimiento, media de 5 años	3,2	4,6	6,1
Uso de energía: combustibles fósiles	Millones de toneladas equivalentes de petróleo	17 600	17 100	16 500
Uso de energía: combustibles fósiles	Toneladas equivalentes de petróleo por millón de dólares del PIB	138	116	100
Emisiones de dióxido de carbono (CO ₂)	Toneladas de CO ₂ por millón de dólares del PIB	288	236	193
Emisiones de CO ₂	Toneladas por persona	4,8	4,2	3,7
Precio mundial del petróleo	Índice, 2015 = 1,00, ajustado a la inflación	1,16	1,15	0,98
Exportaciones de energía	Millones de toneladas equivalentes de petróleo	9 600	10 000	10 000
Exportaciones de energía	Valor en billones de dólares de 2015 en paridad del poder adquisitivo (PPA)	3,2	3,0	2,4

Fuente: Elaboración propia.

En la parte inferior del cuadro II.2 también se muestra el impacto previsto en el petróleo, cuyo precio, según las proyecciones, disminuirá a unos 54 dólares por barril en 2030. Se prevé que la disminución del precio de los combustibles fósiles causará una reducción del 25% del valor en dólares de las exportaciones de energía. Indudablemente, esta tendencia tendrá un gran impacto negativo en muchos países exportadores de África y América del Sur, así como en países como Egipto y la Arabia Saudita, en Norte de África y Asia Central y Occidental. Si bien la Federación de Rusia también se verá perjudicada, se prevé que los países más afectados serán Nigeria, la República Islámica del Irán y la Arabia Saudita.

3. Fuentes de ingresos externos

En el cuadro II.3 se muestran los supuestos sobre las fuentes de ingresos externos en función del perfil de exportación (como porcentaje del PIB). Se prevé que las exportaciones de alimentos y materias primas seguirán

creciendo en forma moderada, mientras la exportación de energía se reducirá drásticamente. Asimismo, se estima que la exportación de manufacturas mejorará a mediados de la década de 2020, pero disminuirá a partir de entonces. La exportación de servicios se verá especialmente afectada (debido, en particular, a la pandemia de COVID-19), pero se recuperará moderadamente para 2030. También se producirá una moderada disminución global de las remesas. En resumen, en el cuadro II.3 se muestran los escasos cambios en la relación entre los ingresos externos y el PIB a pesar de la relocalización, con algunos cambios en la estructura, a medida que la proporción de las exportaciones de alimentos y materias primas y de manufacturas aumenta, mientras las cuotas de la energía, los servicios y las transferencias de ingresos disminuyen.

Cuadro II.3
Fuentes de ingresos externos
(Como porcentaje del PIB)

Fuentes de ingresos externos	2019	2025	2030	Observaciones
Alimentos y materias primas	2,5	3,1	3,2	Aumento de la demanda mundial (especialmente de China, la República de Corea y el Japón)
Energía	2,5	2,1	1,4	Mercado en retroceso debido a la descarbonización
Manufacturas	16,2	18,3	18,1	Recuperación temporal tras el COVID-19, disminución a largo plazo
Servicios	6,8	4,8	5,4	Gran retroceso debido al COVID-19, seguido por una lenta recuperación dificultada por la relocalización
Ingresos y transferencias	6,8	6,3	6,3	Cambio de remesas a inversión extranjera directa (IED) y beneficios de cartera
Ingresos externos totales	34,8	34,6	34,5	Reducción de las oportunidades para muchos países en desarrollo

Fuente: Elaboración propia.

4. Tendencias del ahorro y la inversión

El cuadro II.4, que muestra las tendencias supuestas en materia de ahorro e inversión, pone de manifiesto el aumento del exceso de ahorro relacionado con la pandemia, sobre todo en 2020. El superávit agregado global del sector privado (medido como el total de ingresos menos el total de gastos corrientes y de inversión) aumentó bruscamente del 3,9% del PIB en 2019 al 9,9% en 2020. Sin embargo, se prevé que volverá a disminuir lentamente hasta llegar al 3,0% en 2025 y 2030.

En respuesta a la crisis provocada por el COVID-19 y a fin de evitar una contracción mundial aún mayor debido a las medidas de confinamiento, las restricciones a los viajes y los servicios, así como el

desempleo, el agregado mundial de déficits públicos aumentó bruscamente del 3,9% del PIB en 2019 al 9,8% en 2020. A largo plazo, se prevé que la deuda pública seguirá aumentando, de aproximadamente el 75% del PIB en 2019 a casi el 100% en 2030.

Cuadro II.4
Tendencias del ahorro y la inversión

Variable	Unidad	2019	2020	2025	2030
Superávit privado (exceso de ahorro)	Como porcentaje del PIB	3,9	9,9	3,0	3,0
Ahorro privado	Como porcentaje del PIB	27,0	32,6	26,8	28,3
Inversión privada	Como porcentaje del PIB	23,1	22,7	23,8	25,2
Déficit público	Como porcentaje del PIB	3,9	9,8	3,3	3,6
Deuda pública	Como porcentaje del PIB	74,8	88,0	89,9	95,6
Población mayor (65 años y más)	Como porcentaje de la población total	9,1	9,3	10,4	11,7
Ingresos del trabajo y de las pequeñas y medianas empresas (pymes)	Como porcentaje del PIB	52,7	53,0	52,5	51,9

Fuente: Elaboración propia.

Al igual que el superávit global del sector privado, el ahorro privado corriente (es decir, antes de los gastos de inversión) aumentó a casi el 33% (como porcentaje del PIB) en 2020 y se prevé que disminuirá a aproximadamente la tasa anterior a la crisis del COVID-19 del 27% hasta 2025, para luego aumentar lentamente a partir de entonces. Este efecto es atribuible al envejecimiento de la población y, en menor medida, al estancamiento de la parte del ingreso correspondiente al trabajo y a los ingresos de las pequeñas y medianas empresas (pymes).

En las condiciones resultantes de crecimiento mundial moderado, la inversión privada como porcentaje del PIB mundial solo empezará a aumentar perceptiblemente en 2025. En 2030, esta inversión ascendería al 25,2%, muy por debajo del porcentaje de ahorro global.

5. El creciente papel mundial de China

En el cuadro II.5 sobre las importaciones de China se muestra que estas desempeñarán un papel cada vez más importante a nivel internacional como fuente de demanda de bienes y servicios. Por ejemplo, se prevé que las importaciones de alimentos y materias primas de ese país aumentarán del 16,8% del total mundial en 2019 al 24,9% en 2030. Asimismo, se estima que sus importaciones de combustibles y energía también se incrementarán significativamente, del 14,8% del total mundial en 2019 al 25,4% en 2030.

Las importaciones de manufacturas y servicios mostrarán incrementos similares. En términos cuantitativos, si bien China representará una parte cada vez mayor de las importaciones de energía de aquí a 2030, se prevé que el valor global de dichas importaciones disminuirá, sobre todo después de 2025.

Un aspecto importante de este creciente papel económico internacional de China es que los ingresos de las exportaciones de muchos países en desarrollo, como los de América del Sur, África y Asia Occidental y Central, dependerán cada vez más de su continuo crecimiento económico.

Cuadro II.5
El papel internacional de China

Variable	Unidad	2019	2025	2030
Importaciones de alimentos y materias primas	Como porcentaje del total mundial	16,8	20,7	24,9
Importaciones de combustibles y energía	Como porcentaje del total mundial	14,8	21,2	25,4
Importaciones de manufacturas	Como porcentaje del total mundial	9,3	13,3	14,9
Importaciones de servicios	Como porcentaje del total mundial	8,8	11,3	14,9
Ingresos y transferencias pagadas en el extranjero	Como porcentaje del total mundial	5,0	4,1	4,2
Total de importaciones, ingresos y transferencias pagadas en el extranjero	Como porcentaje del total mundial	9,3	12,4	14,3
Importaciones de energía	Millones de toneladas equivalentes de petróleo	1 700	2 100	2 400
Importaciones de energía	Valor en miles de millones de dólares de 2015 en paridad del poder adquisitivo (PPA)	476	646	608

Fuente: Elaboración propia.

Sin embargo, es poco probable que China pueda mantener sus tasas actuales de crecimiento económico indefinidamente. De hecho, las proyecciones sugieren que es probable que la tasa de crecimiento del PIB real de China disminuya de un promedio de alrededor del 5% en la década de 2020 a alrededor del 4% en la década de 2030.

6. Proyecciones sobre la evolución de seis variables económicas

A continuación, se examinan las tendencias generales proyectadas en seis variables económicas clave. Como se señaló anteriormente, el período de referencia comprende de 2019 a 2030. Las seis variables que se examinarán son: el crecimiento del PIB real, el PIB per cápita, el déficit público, la deuda pública, la cuenta corriente y la posición de inversión internacional.

a) Tendencias del PIB real

En el cuadro II.6 se muestran las tendencias previstas en el crecimiento anual del PIB real (medido en índices de poder adquisitivo) para 2020-2025 y 2026-2030 a nivel mundial y en nueve regiones geográficas. Tras un crecimiento mundial medio del 3% anual entre 2010 y 2019, se prevé una marcada desaceleración en el período de referencia del escenario. El crecimiento medio anual estimado será del 2,4% hasta 2025 y disminuirá ligeramente al 2,3% hasta 2030.

Cuadro II.6
Crecimiento anual del PIB real
(En porcentajes)

Regiones	2020-2025	2026-2030
Mundo	2,4	2,3
África Subsahariana	1,6	0,0
Asia Meridional	2,8	3,7
Asia Sudoriental	2,5	2,3
Centroamérica y América del Sur	1,1	0,9
Oriente Medio y Norte de África	1,6	0,5
China, Asia Oriental y el Pacífico	4,4	4,0
Federación de Rusia y Asia Central	1,1	-1,9
Europa	1,3	1,7
América del Norte	1,7	1,8

Fuente: Elaboración propia.

Las regiones en desarrollo se verán claramente afectadas, en particular África Subsahariana y América Latina, sobre todo debido a las tendencias a la baja de sus principales fuentes de ingresos de exportación. Como se detalla más adelante, este cambio se relaciona en gran medida con el abandono de los combustibles fósiles y de la producción de productos básicos intensivos en energía, impulsado sobre todo por las economías desarrolladas, así como con la vulnerabilidad financiera de las economías en desarrollo debido al aumento de su déficit externo.

Mientras tanto, los países en desarrollo de Asia se verán menos afectados, pues están más integrados a nivel regional, sobre la base de estructuras comerciales más diversificadas. El desempeño de Asia Meridional, en particular, mejorará hacia el final del período de referencia del escenario, pues sus facturas de importación de energía irán disminuyendo con el tiempo.

i) Reducciones importantes

Las reducciones más drásticas se registrarían en África Subsahariana y la Federación de Rusia y Asia Central. Mientras en la primera región el crecimiento del PIB real se reduciría del 1,6% en 2020-2025 al 0,0%

en 2026-2030, en la segunda disminuiría del 1,1% en 2020-2025 al -1,9% en 2026-2030. En una tercera región, Oriente Medio y Norte de África, también se observaría una reducción sustancial, del 1,6% al 0,5%.

En África Subsahariana, los países exportadores de petróleo —como la República Democrática del Congo y Nigeria— desempeñarían un papel importante en la reducción de las tasas de crecimiento del PIB real. La tasa de crecimiento de la República Democrática del Congo se reduciría del 6,6% en 2020-2025 a solo el 1,4% en 2026-2030, mientras la de Nigeria disminuiría drásticamente, de una tasa ya negativa del -1,2% en 2020-2025 a un desastroso -7,9% en 2026-2030.

En Oriente Medio y Norte de África, la reducción prevista de la producción de petróleo también desempeñaría un papel importante en la disminución del crecimiento del PIB real: se prevé que la tasa de crecimiento de la República Islámica del Irán disminuirá del 1,6% en 2020-2025 al -3,0% en 2026-2030. Si bien la tasa de crecimiento de Egipto en 2020-2025 sería del 2,8%, disminuiría a solo el 1,5% en 2026-2030.

ii) Reducciones moderadas

Tanto en Asia Sudoriental como en Centroamérica y América del Sur se prevé una reducción moderada del crecimiento del PIB real. En Asia Sudoriental, el crecimiento del PIB real disminuiría del 2,5% al 2,3%. La tasa de crecimiento de Indonesia desempeñaría un papel fundamental en esa disminución, pues pasaría del 2,5% en 2020-2025 a solo el 1,0% en 2026-2030.

En Centroamérica y América del Sur, el crecimiento se reduciría del 1,1% al 0,9%. Por ejemplo, mientras la tasa de crecimiento de Colombia disminuiría de solo un 0,6% en 2020-2025 a un -1,9% en 2026-2030, se prevé una disminución más moderada en la Argentina, del 1,7% al 1,6%.

iii) Crecimiento positivo

En la región de China, Asia Oriental y el Pacífico (que también comprende economías desarrolladas como el Japón, la República de Corea y Australia), el crecimiento del PIB real se mantendría elevado, en un 4%, en 2026-2030, aunque este nivel representaría una disminución con respecto al 4,4% de 2020-2025. Mientras el crecimiento del PIB real de China se reduciría de un máximo del 5,4% al 4,5%, el crecimiento de Australia disminuiría del 2,6% a solo el 0,8%.

En las dos regiones desarrolladas de Europa y América del Norte, el crecimiento del PIB real seguiría siendo relativamente moderado, a saber, del 1,7% y el 1,8%, respectivamente, en 2026-2030. Sin embargo, en ambos

casos estas tasas representarían un ligero repunte en comparación con las de 2020-2025. El crecimiento del PIB real de Europa aumentaría del 1,3% al 1,7% y el de América del Norte del 1,7% al 1,8%.

En Europa, la tasa de crecimiento del PIB real de Italia se incrementaría significativamente, del 1,2% en 2020-2025 al 2,1% en 2026-2030, mientras la de Francia aumentaría del 0,6% al 0,9%. Sin embargo, la de Alemania se mantendría igual en ambos períodos, a saber, al 1,0%.

Los Estados Unidos contribuiría a aumentar la tasa de crecimiento en América del Norte, pues el crecimiento de su PIB real pasaría del 1,8% en 2020-2025 al 2,0% en 2026-2030. No obstante, el aumento del crecimiento de México sería más sustancial, del 0,9% al 1,7%. Por el contrario, en claro contraste, la tasa de crecimiento del Canadá se reduciría considerablemente, del 1,1% al -0,1%.

b) Tendencias del PIB per cápita

En el cuadro II.7 se muestra que, según las proyecciones, el PIB per cápita a nivel mundial (expresado en dólares de 2015 en paridad del poder adquisitivo (PPA)) aumentará de 16.500 dólares en 2019 a 19.300 dólares en 2030, es decir, un 17%. La tasa de aumento sería del 18% en Europa, donde el PIB per cápita aumentaría de 41.300 a 48.900 dólares, y del 13% en América del Norte (que incluye a los Estados Unidos, el Canadá y México), donde el PIB per cápita se incrementaría de 48.600 a 55.100 dólares.

Cuadro II.7
PIB per cápita
(En dólares de 2015 en paridad del poder adquisitivo (PPA))

Regiones	2019	2025	2030
Mundo	16 500	18 000	19 300
África Subsahariana	3 800	3 600	3 200
Asia Meridional	6 400	7 100	8 100
Asia Sudoriental	13 600	15 000	16 100
Centroamérica y América del Sur	13 800	14 100	14 300
Oriente Medio y Norte de África	18 700	18 700	18 000
China, Asia Oriental y el Pacífico	19 200	24 500	29 700
Federación de Rusia y Asia Central	19 500	20 500	18 600
Europa	41 300	44 700	48 900
América del Norte	48 600	51 600	55 100

Fuente: Elaboración propia.

Sin embargo, el aumento porcentual del PIB per cápita en la región denominada China, Asia Oriental y el Pacífico sería muy superior, concretamente del 55%. Esta región también incluye países como el Japón

y la República de Corea. Se estima que, entre 2019 y 2030, el aumento porcentual del PIB per cápita será del 67% en China, del 22% en el Japón y del 39% en la República de Corea.

Asimismo, se prevé un aumento significativo del PIB per cápita tanto en Asia Meridional como Sudoriental. Según las estimaciones, entre 2019 y 2030, se producirá un aumento porcentual del 27% en Asia Meridional y del 18% en Asia Sudoriental. Sorprendentemente, el PIB per cápita de la India, la primera economía de Asia Meridional, aumentaría en un tercio entre 2019 y 2030. Sin embargo, Viet Nam sería la economía más destacada de Asia Sudoriental, pues se estima que el PIB per cápita de este país aumentará un fenomenal 116%.

Por el contrario, el PIB per cápita de África Subsahariana se reduciría un 16%, pues se prevé que, entre 2019 y 2030, disminuirá de 3.800 a 3.200 dólares. En este contexto cabe destacar que, por ejemplo, el PIB per cápita de Nigeria se reduciría de 4.900 dólares en 2019 a solo 2.300 dólares en 2030, es decir, un 53%.

En el mismo período, la tasa de disminución en las regiones de la Federación de Rusia y Asia Central y Oriente Medio y Norte de África sería del -4% y el -5%, respectivamente. Entre 2019 y 2030, el PIB per cápita de la Federación de Rusia se reduciría de 26.000 a 24.200 dólares, es decir, un -7%. En Oriente Medio y Norte de África, el PIB per cápita de la Arabia Saudita disminuiría un 11%, al pasar del elevado nivel de 50.300 dólares en 2019 a 44.700 dólares en 2030.

En Centroamérica y América del Sur, el aumento porcentual del PIB per cápita entre 2019 y 2030 sería de apenas un 4%. Mientras el PIB per cápita de la Argentina aumentaría alrededor de un 10%, el de Colombia disminuiría alrededor de un 11%. Los países de la subregión de Centroamérica y el Caribe experimentarían una reducción del 5%.

c) Tendencias del déficit público

En el cuadro II.8 se muestra el déficit público (como porcentaje del PIB) para los períodos 2011-2019, 2020-2025 y 2026-2030. Se prevé que, como consecuencia de la pandemia de COVID-19 y las recesiones que la acompañan (que también reducirían los ingresos públicos), la media mundial de los déficits públicos (como porcentaje del PIB) aumentará del -3,3% en el período 2011-2019 al -5,6% en el período 2020-2025. Se estima que, posteriormente, esta media será del -3,4% en 2026-2030, acercándose nuevamente al valor de 2011-2019.

Este patrón general de aumento del déficit público en los primeros años del ciclo y de reducción mucho más tarde pone de manifiesto la falta de eficacia de los intentos de consolidación de los presupuestos fiscales mediante la imposición de recortes tempranos del gasto, que tienen un efecto negativo en el crecimiento económico.

Cuadro II.8
Déficit público
(Como porcentaje del PIB)

Regiones	2011-2019	2020-2025	2026-2030
Mundo	-3,3	-5,6	-3,4
África Subsahariana	-3,4	-4,4	-3,0
Asia Meridional	-5,7	-8,6	-5,6
Asia Sudoriental	-1,4	-4,4	-2,9
Centroamérica y América del Sur	-5,8	-5,5	-2,2
Oriente Medio y Norte de África	-2,2	-4,9	-3,0
China, Asia Oriental y el Pacífico	-2,6	-6,1	-3,8
Federación de Rusia y Asia Central	+0,1	-1,9	-4,2
Europa	-2,0	-3,2	-1,0
América del Norte	-5,8	-7,3	-4,4

Fuente: Elaboración propia.

Sin embargo, se estima que, en 2026-2030, el déficit público de algunas regiones desarrolladas —como Europa y América del Norte— será inferior con respecto a los valores registrados en 2011-2019. Por ejemplo, el déficit medio de Europa en 2026-2030 sería del -1% del PIB, es decir, la mitad del déficit medio del -2% registrado en 2011-2019.

Francia contribuiría de forma significativa a esta reducción, pues su propio déficit disminuiría del -3,7% del PIB a solo el -0,2% entre estos dos periodos. Italia también contribuiría, con una reducción del déficit medio del -2,6% en 2011-2019 al -1,4% en 2026-2030.

El déficit de América del Norte en 2026-2030 sería del -4,4%, pero aun así representaría una disminución significativa con respecto al nivel del -7,3% en 2020-2025, e incluso con respecto al nivel del -5,8% en 2011-2019. El déficit de los Estados Unidos se reduciría significativamente, del -6,5% en 2011-2019 al -4,9% en 2026-2030. Asimismo, se prevé que el déficit del Canadá del -0,9% del PIB en 2011-2019 se convertirá en un pequeño superávit del 0,2% en 2026-2030.

En contraste, se prevé que China, Asia Oriental y el Pacífico, así como la Federación de Rusia y Asia Central, tendrán déficits públicos significativamente mayores en 2026-2030 que en 2011-2019. Se estima que, en 2026-2030, la región de China, Asia Oriental y el Pacífico tendrá un déficit considerable del -3,8% del PIB, en comparación con el -2,6% en 2011-2019. El déficit de China aumentaría del -2,4% en 2011-2019 al -7,0% en 2020-2025, pero volvería a disminuir al -4,4% en 2026-2030.

El déficit público proyectado para la Federación de Rusia y Asia Central alcanzaría un nivel sustancial del -4,2% del PIB en 2026-2030, en marcado contraste con el pequeño superávit público del 0,1% en 2011-2019.

La Federación de Rusia contribuiría a esta tendencia de empeoramiento, pues su pequeño superávit del 0,3% en 2011-2019 se convertiría en un gran déficit del -7% en 2026-2030.

Según las previsiones, las peores tendencias en materia de déficit público se observarán en Asia Meridional. En 2011-2019, esta región ya tenía un déficit del -5,7% del PIB, solo superado en ese momento por el déficit del -5,8% registrado tanto en Centroamérica y América del Sur como en América del Norte.

A partir de entonces, se estima que el déficit de Asia Meridional aumentará considerablemente hasta alcanzar el -8,6% en 2020-2025, el nivel más alto entre todas las regiones analizadas durante todo el período 2011-2030. Posteriormente, el déficit volvería a disminuir hasta llegar al -5,6% en 2026-2030, casi el mismo nivel registrado en 2011-2019 (-5,7%).

El déficit de la India sería un factor importante en el déficit global de Asia Meridional. En 2011-2019, el déficit de este país llegó al -5,8% del PIB. A raíz de la pandemia de COVID-19 y la desaceleración del crecimiento económico, se prevé que aumentará drásticamente hasta alcanzar una media del -9,5% del PIB en 2020-2025. Sin embargo, se estima que este valor se reducirá al -6,0% en 2026-2030. El déficit del Pakistán seguiría una tendencia más estable, pero decreciente, al pasar del -6,6% del PIB en 2011-2019 al -6,3% en 2020-2025, para luego disminuir al -5,1% en 2026-2030.

Tanto Oriente Medio y Norte de África como África Subsahariana lograrían alcanzar un déficit público relativamente moderado del -3,0% en 2026-2030, tras un aumento en ambas regiones a un nivel de déficit público significativamente superior al -4% del PIB en el período intermedio de 2020-2025.

En Oriente Medio y Norte de África, el déficit de Egipto disminuiría progresiva y significativamente, de un altísimo -10,6% en 2011-2019 a un -6,0% en 2020-2025 y, posteriormente, a un -3,6% en 2026-2030.

La tendencia del déficit público en África Subsahariana sería bastante moderada, pues si bien aumentaría del -3,4% en 2011-2019 al -4,4% en 2020-2025, volvería a situarse en un -3,0% en 2026-2030. Las tendencias en países como la República Unida de Tanzania y Kenya contribuirían a este patrón. Mientras el déficit público de la República Unida de Tanzania se reduciría del -2,6% en 2011-2019 al -1,4% en 2026-2030, el déficit público de Kenya disminuiría del -6,4% tanto en 2011-2019 como en 2020-2025 al -4,2% en 2026-2030.

La tendencia a la baja del déficit en los países de Centroamérica y América del Sur sería más drástica. A partir de un nivel relativamente alto del -5,8% del PIB en 2011-2019, el déficit solo se reduciría al -5,5%

en 2020-2025, pero luego caería precipitadamente a solo un -2,2% en 2025-2030. Por ejemplo, se prevé que el déficit público del Brasil se reducirá considerablemente, del -5,5% del PIB en 2011-2019 a solo el -0,5% en 2026-2030. El déficit público de Chile se reduciría de hecho del -2,7% en 2020-2025 al 0,0% en 2026-2030.

Asia Sudoriental se destaca por haber comenzado con un déficit público relativamente pequeño, del -1,4% del PIB en 2011-2019. A continuación, experimentaría un marcado aumento al -4,4% del PIB en 2020-2025, para luego volver a disminuir hasta llegar al -2,9% en 2026-2030.

Se estima que Viet Nam contribuirá a esta tendencia a la baja en Asia Sudoriental, pues su déficit público se reduciría progresivamente, del -4,4% en 2011-2019 a solo el -2,2% en 2026-2030. Filipinas también contribuiría al déficit relativamente pequeño de Asia Sudoriental en 2026-2030, al reducir su déficit del -5,1% del PIB en 2020-2025 a solo el -1,6% en 2026-2030.

d) Deuda pública como porcentaje del PIB

Como se observa en el cuadro II.9, se prevé que la deuda pública como porcentaje del PIB empeorará de aquí a 2025, tanto a nivel mundial como en cada una de las nueve regiones analizadas. Se estima que ese año la economía mundial seguirá luchando para superar las secuelas de la pandemia de COVID-19 y la consiguiente disrupción económica. Se estima que la deuda pública como porcentaje del PIB no solo aumentará progresivamente, del 75% del PIB en 2019 al 90% en 2025, sino que seguirá aumentando hasta llegar al 96% en 2030.

Cuadro II.9
Deuda pública
(Como porcentaje del PIB)

Regiones	2019	2025	2030
Mundo	75	90	96
África Subsahariana	58	78	93
Asia Meridional	72	100	105
Asia Sudoriental	48	71	82
Centroamérica y América del Sur	72	103	122
Oriente Medio y Norte de África	46	67	83
China, Asia Oriental y el Pacífico	84	95	95
Federación de Rusia y Asia Central	21	26	47
Europa	78	82	80
América del Norte	101	114	119

Fuente: Elaboración propia.

Para 2030 se prevé que solo Europa reducirá realmente su deuda pública como porcentaje del PIB en comparación con el nivel de 2025. Se trataría de una reducción moderada, del 82% del PIB en 2025 al 80% en 2030. Francia, Alemania e Italia contribuirían a esta moderada disminución global. Mientras el nivel de deuda en relación con el PIB de Alemania disminuiría del 63% del PIB en 2025 al 60% en 2030, el de Francia se reduciría del 104% al 100% y el de Italia del 145% al 140%. En moderado contraste, el nivel de la deuda del Reino Unido en relación con el PIB aumentaría del 96% al 100%.

En 2030, América del Norte tendría uno de los niveles regionales más altos de deuda pública. De hecho, en 2019 tuvo el nivel más alto entre las nueve regiones analizadas, al llegar al 101%. Para 2030 se prevé que la relación entre la deuda pública y el PIB ascenderá al 119%, solo superada por la de Centroamérica y América del Sur, que llegaría al 122%.

El incremento en América del Norte estaría impulsado principalmente por el aumento del nivel de endeudamiento de México. Se estima que la relación entre la deuda pública y el PIB de ese país se duplicará con creces, al aumentar del 53% en 2019 al 111% en 2030. Mientras tanto, la relación entre la deuda pública y el PIB de los Estados Unidos aumentaría del ya elevado nivel del 108% del PIB en 2019 a un nivel previsto del 121% en 2030. En contraste, se prevé que el nivel de endeudamiento del Canadá aumentará solo 5 puntos porcentuales entre 2019 y 2030, del 87% al 92%.

En la región de China, Asia Oriental y el Pacífico, la relación entre la deuda pública y el PIB se mantendría en un 95%, tanto para 2025 como para 2030. Sin embargo, la carga de la deuda de China aumentaría del 76% del PIB en 2025 al 78% en 2030. En el caso del Japón, la carga de la deuda se reduciría moderadamente, al pasar de un nivel ya muy elevado del 245% del PIB en 2025 al 241% en 2030 (un nivel que, sin duda, seguiría siendo extraordinariamente alto).

La carga de la deuda de la Federación de Rusia y Asia Central se duplicaría con creces, al aumentar del 21% del PIB en 2019 al 47% del PIB en 2030. Sin embargo, este nivel de deuda en 2030 seguiría siendo, de hecho, el más bajo de las nueve regiones analizadas. Se prevé que la relación entre la deuda pública y el PIB de la Federación de Rusia aumentará del 14% del PIB en 2019 al 49% en 2030. Sin embargo, la carga de la deuda de Asia Central solo aumentaría del 34% en 2019 al 44% en 2030.

Según las proyecciones, Centroamérica y América del Sur tendrá el mayor nivel de endeudamiento regional en 2030, cuando alcanzará un valor del 122%. Este nivel representaría un aumento de 50 puntos porcentuales con respecto al 72% registrado en 2019. Por ejemplo, se prevé

que la relación entre la deuda y el PIB del Brasil aumentará del 88% en 2019 al 140% en 2030, es decir, 52 puntos porcentuales. Por otra parte, en Colombia se registraría un drástico aumento de 101 puntos porcentuales, a saber, de solo el 52% del PIB al 153%.

En 2030, la relación entre la deuda pública y el PIB de Asia Meridional sería superior al 100%, pues aumentaría del 72% del PIB en 2019 al 105%. Por ejemplo, la relación entre la deuda y el PIB de la India aumentaría del 74% del PIB en 2019 al 109% en 2030. Sin embargo, en el caso del Pakistán, esta solo aumentaría del 86% del PIB al 99% en el mismo período, mientras en el de Bangladesh se incrementaría solo del 36% al 37%.

Según las previsiones, la relación entre la deuda y el PIB de Asia Sudoriental se mantendrá por debajo de la de Asia Meridional, concretamente en un 82% en 2030. Sin embargo, esta aumentaría 34 puntos porcentuales entre 2019 y 2030, a partir del nivel relativamente bajo del 48% registrado en 2019. El índice de endeudamiento de Indonesia aumentaría de un nivel bastante bajo del 31% en 2019 a un 87% en 2030. En el caso de Tailandia, este aumentaría de forma más moderada, del 41% al 79%. En contraste, en Viet Nam se lograría reducir progresivamente la carga de la deuda, del 55% del PIB en 2019 al 48% en 2030.

Sorprendentemente, la carga de la deuda de Oriente Medio y Norte de África casi se duplicaría entre 2019 y 2030, de solo el 46% del PIB al 83%. La relación entre la deuda y el PIB de Egipto aumentaría drásticamente desde el ya elevado nivel del 87% del PIB al altísimo nivel del 141%. Si bien la carga de la deuda de la Arabia Saudita era bastante baja en 2019 (solo del 23%), se estima que se incrementará considerablemente, hasta llegar al 77% en 2030. Asimismo, la baja relación entre la deuda y el PIB de Türkiye prácticamente se duplicaría, al aumentar del 33% en 2019 al 65% en 2030. Por el contrario, la carga de la deuda de la República Islámica del Irán solo aumentaría del 43% al 49% en el período 2019-2030.

Entre 2019 y 2030, la carga de la deuda de África Subsahariana aumentaría 35 puntos porcentuales, del 58% al 93%. Sin embargo, esta relación entre la deuda y el PIB seguiría siendo significativamente inferior con respecto a la de Asia Meridional, Centroamérica y América del Sur y América del Norte. Por ejemplo, el índice de endeudamiento de la República Democrática del Congo aumentaría, pero desde un nivel bastante bajo del 16% del PIB en 2019 al 43% en 2030. Además, la carga de la deuda de Sudáfrica solo aumentaría del 62% del PIB al 80% entre 2019 y 2030.

En el caso de Nigeria, la carga de la deuda aumentaría de forma más significativa, concretamente, del 29% al 77%, es decir, 48 puntos porcentuales. Sin embargo, es destacable que la relación entre la deuda y el PIB de la República Unida de Tanzania aumentaría apenas 5 puntos porcentuales, de un bajo nivel del 38% al 43%.

e) Cuenta corriente

En el cuadro II.10 se muestra la tendencia de la cuenta corriente como porcentaje del PIB en las nueve regiones seleccionadas para el análisis. A nivel global, por supuesto, todos los superávits y déficits en cuenta corriente deberían compensarse.

Cuadro II.10
Cuenta corriente
(Como porcentaje del PIB)

Regiones	2011-2019	2020-2025	2026-2030
Mundo	0,0	0,0	0,0
África Subsahariana	-3,7	-3,4	-3,2
Asia Meridional	-2,2	-2,6	-2,7
Asia Sudoriental	+0,3	+0,7	-1,8
Centroamérica y América del Sur	-3,0	-0,7	-0,4
Oriente Medio y Norte de África	+1,5	+1,1	-0,1
China, Asia Oriental y el Pacífico	+2,1	+2,0	+1,1
Federación de Rusia y Asia Central	+1,7	+0,5	-2,4
Europa	+1,5	+2,0	+3,8
América del Norte	-2,8	-3,4	-3,1

Fuente: Elaboración propia.

Según las previsiones, la mayoría de las nueve regiones analizadas experimentará un empeoramiento de la balanza en cuenta corriente entre 2011-2019 y 2026-2030, en contraste con los pocos casos en los que el superávit de una región aumentaría. Esta ampliación de los desequilibrios externos es un patrón recurrente en otros períodos de recuperación económica, pues las tendencias estructurales del ahorro y el gasto vuelven a surgir con el tiempo.

Europa presenta la tendencia a ganar una cuota del mercado de exportación mientras contiene el gasto interno. Se prevé que su superávit en cuenta corriente aumentará del 1,5% del PIB en 2011-2019 al 2,0% del PIB en 2020-2025 y luego al 3,8% en 2026-2030.

Alemania desempeñaría el papel más decisivo en Europa, al aumentar su superávit en cuenta corriente del 6,6% del PIB en 2011-2019 al 10,4% en 2026-2030. Italia también ampliaría su superávit en cuenta corriente, del 1,1% del PIB en 2011-2019 al 4,4% en 2026-2030. Asimismo, Francia contribuiría moderadamente a esta tendencia al convertir su déficit en cuenta corriente del -0,8% del PIB en 2011-2019 en un superávit del 0,8% en 2026-2030.

Si bien la región de China, Asia Oriental y el Pacífico contribuiría positivamente, al mantener un superávit en cuenta corriente del 1,1% del

PIB en 2026-2030, este resultado seguiría representando una disminución relativa con respecto a su superávit del 2,1% en 2011-2019.

De hecho, cabe destacar que China experimentaría un empeoramiento de la balanza en cuenta corriente, al pasar de un superávit del 1,5% en relación con el PIB en 2011-2019 a un déficit del -2% en 2026-2030. Sin embargo, esta tendencia se vería compensada por la República de Corea, que incrementaría drásticamente su superávit en cuenta corriente, del 4,2% del PIB en 2011-2019 al 7,1% en 2026-2030. El Japón también aumentaría en gran medida su superávit en cuenta corriente, del 2,2% del PIB en 2011-2019 al 8,7% en 2026-2030.

En dos regiones, a saber, Oriente Medio y Norte de África y Federación de Rusia y Asia Central, se registrará un empeoramiento del superávit en cuenta corriente, que se convertirá en un déficit entre 2011-2019 y 2026-2030.

Si bien en 2011-2019 Oriente Medio y Norte de África tuvo un superávit del 1,5% del PIB, se prevé un deterioro que lo convertirá en un déficit del -0,1% en 2026-2030. Como parte de esta tendencia, el déficit de Egipto (del -4,3% del PIB en 2011-2019) se ampliaría aún más hasta llegar al -6,7% en 2026-2030. Por otra parte, el notable superávit de la Arabia Saudita del 7,2% en 2011-2019 se deterioraría drásticamente hasta convertirse en un déficit del -0,7% en 2026-2030. Mientras tanto, el déficit de Türkiye del -4,7% del PIB en 2011-2019 disminuiría ligeramente a un -4,3% en 2026-2030.

De acuerdo con las previsiones, la cuenta corriente de la Federación de Rusia y Asia Central empeorará, al pasar de un superávit del 1,7% del PIB en 2011-2019 a un considerable déficit del -2,4% del PIB en 2026-2030. El empeoramiento de la cuenta corriente de la Federación de Rusia (del 3,1% del PIB en 2011-2019 al -1,8% en 2026-2030) contribuiría a este deterioro. La situación en Asia Central también empeoraría, pues su déficit del -2,4% del PIB en 2011-2019 aumentaría al -3,5% en 2026-2030.

Tanto Asia Meridional como Asia Sudoriental también experimentarían un empeoramiento de la cuenta corriente. La cuenta corriente de Asia Meridional en relación con el PIB se ampliaría moderadamente del -2,2% del PIB al -2,7% del PIB entre 2011-2019 y 2026-2030. En el mismo período, la cuenta corriente de la India se deterioraría, al pasar de un -2,3% del PIB a un -2,7%, mientras la de Bangladesh empeoraría considerablemente, al pasar de solo un -0,4% del PIB en 2011-2019 a un -3,8% en 2026-2030.

Asimismo, se prevé que la cuenta corriente de Asia Sudoriental en relación con el PIB sufriría un deterioro del 0,3% del PIB en 2011-2019 al

-1,8% del PIB en 2026-2030. Mientras la cuenta corriente de Filipinas en relación con el PIB empeoraría del 0,9% en 2011-2019 al -0,5% en 2026-2030, la cuenta corriente de Indonesia se ampliaría del -2,5% al -4,4% del PIB en el mismo período.

África Subsahariana continuaría presentando déficits en cuenta corriente entre 2011-2019 y 2026-2030. Su déficit global del -3,7% en 2011-2019 se reduciría solo marginalmente al -3,2% en 2026-2030. Los déficits en la República Democrática del Congo, Uganda, Etiopía, la República Unida de Tanzania y Kenya disminuirían. Mientras el déficit de la República Democrática del Congo se reduciría del -5,3% del PIB al -5,0% del PIB, el déficit de la República Unida de Tanzania se reduciría más significativamente, a saber, del -7,7% al -3,0%. En contraste, el pequeño superávit de Nigeria, del 0,8% del PIB, se convertiría en un déficit del -1,4%.

Centroamérica y América del Sur podría reducir su déficit global en cuenta corriente del -3,0% del PIB en 2011-2019 a solo el -0,4% en 2026-2030. Por ejemplo, el Brasil podría convertir significativamente su déficit del -3,2% del PIB en 2011-2019 en un superávit del 0,3% del PIB en 2026-2030. Además, la Argentina lograría convertir su déficit del -2,7% del PIB en el primer período en un superávit del 1,8% del PIB en el segundo. Sin embargo, Colombia experimentaría un empeoramiento del déficit corriente en los mismos dos períodos, al aumentar del -4,8% del PIB al -7,3% del PIB.

La región desarrollada de América del Norte seguiría teniendo déficits en cuenta corriente en relación con el PIB, pues se prevé que el déficit del -2,6% del PIB registrado en 2011-2019 empeorará hasta llegar al -3,1% en 2026-2030. Mientras el déficit de los Estados Unidos aumentaría del -2,6% del PIB en 2011-2019 al -3,0% en 2026-2030, el del Canadá se incrementaría del -3,2% del PIB al -4,5% del PIB en los mismos períodos. También se observaría una tendencia similar en México, pues su déficit aumentaría del -2,0% al -3,1%.

Así, a nivel regional se prevé que solo dos regiones mantendrán un superávit en cuenta corriente entre 2011-2019 y 2026-2030, a saber: Europa y China, Asia Oriental y el Pacífico.

f) Posición de inversión internacional

En el cuadro II.11 se muestra la posición de inversión internacional para las nueve regiones en las que se ha dividido la economía mundial. Al igual que en el caso de la cuenta corriente, todos los superávits y déficits de la posición de inversión internacional deberían compensarse.

Cuadro II.11
Posición de inversión internacional
(Como porcentaje del PIB)

Regiones	2019	2025	2030
Mundo	0,0	0,0	0,0
África Subsahariana	-26	-35	-48
Asia Meridional	-17	-26	-32
Asia Sudoriental	-1	+13	+6
Centroamérica y América del Sur	-28	-25	-23
Oriente Medio y Norte de África	+8	+10	+12
China, Asia Oriental y el Pacífico	+39	+41	+37
Federación de Rusia y Asia Central	+11	+22	+19
Europa	+15	+24	+36
América del Norte	-41	-61	-67

Fuente: Elaboración propia.

Nota: Acreedor (+), Deudor (-).

Cinco de las nueve regiones analizadas mantienen una posición de inversión internacional positiva en relación con el PIB hasta 2030. En otras palabras, son acreedoras netas. Las otras cuatro regiones tienen una posición de inversión internacional negativa. En otras palabras, son deudoras netas.

La región de China, Asia Oriental y el Pacífico tendría la posición acreedora neta más fuerte en 2030. En 2019, la posición de inversión internacional de esta región representó el 39% del PIB y en 2030 se prevé que representará el 37% del PIB. Si bien cabría esperar que China constituyera el agente clave de esta posición de inversión regional, se prevé que en 2030 su posición neta será de apenas el 3% del PIB, porcentaje que representaría una disminución con respecto al 17% de 2019.

El Japón se encontraría en una posición mucho más fuerte en 2030, pues su posición acreedora neta representaría el 112% del PIB, un considerable aumento con respecto al 68% de 2019. La República de Corea tendría una posición acreedora neta del 73% en 2030, que representaría más del doble de su posición del 34% en 2019.

Europa tendría la segunda posición acreedora neta más fuerte en 2030, a saber, un 36%, justo detrás de la posición del 37% de China, Asia Oriental y el Pacífico. De hecho, la posición de Europa mejoraría progresivamente desde 2019 hasta 2025 y de allí a 2030. Alemania se encontraría en la posición más fuerte de Europa, con una posición acreedora neta del 147% del PIB en 2030. Este nivel representaría una mejora de 23 puntos porcentuales con respecto a su posición neta en 2019. Italia también sería una acreedora neta, aunque su posición en 2030 solo representaría el 27% del PIB.

La Federación de Rusia y Asia Central también gozaría de una posición acreedora neta en 2030, que representaría el 19% del PIB. Esta posición significaría un aumento con respecto al 11% en 2019. La posición de la Federación de Rusia se reforzaría significativamente entre 2019 y 2030, pues se duplicaría con creces, al aumentar del 23% en 2019 al 54% en 2030. En contraste, la posición deudora neta de Asia Central sufriría un deterioro del -24% del PIB en 2019 al -42% en 2030.

Oriente Medio y Norte de África también tendría una posición acreedora neta en 2030. Sin embargo, solo representaría el 12% del PIB, aunque esto supondría un aumento con respecto al 8% registrado en 2019. La Arabia Saudita seguiría teniendo una fuerte posición acreedora neta del 71% del PIB en 2030, aunque esto representaría una disminución en relación con el 87% del PIB en 2019.

Asia Sudoriental también mantendría una posición acreedora neta marginal del 6% del PIB en 2030. En contraste, en 2019 se encontraba en una posición deudora neta del -1% del PIB. Tailandia constituiría el principal país de la región con una posición acreedora neta en 2030, pues se prevé que esta aumentará al 37% del PIB, a partir de un mero 3% del PIB en 2019. Viet Nam también seguirá siendo un acreedor neto en 2030, con una posición que representará el 20% del PIB.

América del Norte sería la región deudora neta más prominente en 2030. Su posición neta se situaría en un -67% del PIB, que supondría un importante deterioro con respecto al -41% del PIB de 2019. Los Estados Unidos sería el país dominante en esta región. Su posición neta pasaría del -48% del PIB en 2019 al -74% del PIB en 2030. La posición neta del Canadá seguiría siendo positiva, pero disminuiría del 50% en 2019 a solo el 19% en 2030. La posición neta de México sería del -60% del PIB en 2030, un deterioro con respecto al -49% del PIB en 2019.

Centroamérica y América del Sur también seguiría siendo una región deudora neta en 2030. Su posición de inversión internacional se situaría en el -23% del PIB, que representaría solo un pequeño cambio positivo con respecto al -28% de 2019. Mientras la posición deudora neta del Brasil sería del -23% del PIB en 2030 (aunque esto representaría una mejora moderada con respecto al -40% en 2019), la posición deudora neta de Colombia empeoraría considerablemente, del -47% del PIB en 2019 al -107% del PIB en 2030. La Argentina actuaría como contrapeso de estas tendencias negativas, pues su posición acreedora neta aumentaría al 36% en 2030.

La posición deudora neta de Asia Meridional casi se duplicará entre 2019 y 2030. En 2019 su posición deudora neta representaba el -17% del PIB, pero se prevé que empeorará hasta llegar al -32% en 2030. Mientras la posición deudora neta de la India empeoraría, al pasar del -14% del PIB

en 2019 al -29% en 2030, la posición deudora neta del Pakistán sufriría un deterioro del -44% del PIB en 2019 al -65% en 2030. La posición de Bangladesh empeoraría de forma similar, a saber, de un -13% del PIB en 2019 a un -45% del PIB en 2030.

Sin embargo, la posición deudora neta de África Subsahariana sería peor que la de Asia Meridional. De hecho, la posición de África se deterioraría, al pasar del -26% del PIB en 2018 al -48% en 2030. El deterioro de la posición neta de la República Democrática del Congo sería emblemático de la tendencia a la baja de esta región (del -48% del PIB al -89% del PIB). La posición de inversión neta de Uganda también empeoraría, del -48% del PIB al -61% del PIB entre 2019 y 2030. La posición deudora neta de Kenya también se deterioraría, al pasar del -38% del PIB en 2019 al -58% del PIB en 2030.

Las posiciones deudoras netas de Etiopía y la República Unida de Tanzania se mantendrían dentro del rango del -46% al -56% y no se deteriorarían significativamente. Por otra parte, Sudáfrica se mantendría en una posición acreedora neta, que aumentaría del 12% del PIB en 2019 al 15% del PIB en 203.

B. Relación entre el empleo de las mujeres y el de los hombres

En el cuadro II.12 se proporciona un resumen por región de la variación prevista de la relación entre el empleo de las mujeres y el de los hombres para los períodos 2020-2025 y 2026-2030. Si bien a nivel mundial se prevé que esta relación seguirá empeorando entre los dos períodos, el deterioro de -0,2 puntos porcentuales previsto para 2026-2030 representa una moderación del deterioro de -0,5 puntos porcentuales previsto para 2020-2025.

Cuadro II.12
Relación entre el empleo de las mujeres y el de los hombres
(Variación en puntos porcentuales)

Regiones	2020-2025	2026-2030
Mundo	-0,5	-0,2
África Subsahariana	+0,5	-1,2
Asia Meridional	-0,2	+0,2
Asia Sudoriental	+0,3	+0,5
Centroamérica y América del Sur	-1,1	+0,8
Norte de África y Asia Occidental	-0,1	-0,6
China, Asia Oriental y el Pacífico	+1,2	+1,4
Federación de Rusia y Asia Central	-2,2	-1,4
Europa	+2,2	+1,2
América del Norte	-0,5	+1,2

Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro II.12 se muestra que, a nivel mundial, habría una mayor discriminación contra las mujeres en el empleo hasta 2030. No obstante, se estima que el aumento disminuirá de -0,5 puntos porcentuales en 2020-2025 a -0,2 puntos porcentuales en 2026-2030.

No obstante, se prevé que la discriminación laboral contra las mujeres empeorará en África Subsahariana, así como en Norte de África y Asia Occidental. De hecho, en África Subsahariana se invertiría la mejora positiva de 0,5 puntos porcentuales prevista para 2020-2025, hasta llegar a un deterioro negativo de -1,2 puntos porcentuales para 2026-2030.

En Norte de África y Asia Occidental se prevé que la discriminación de género contra las mujeres empeorará significativamente, al pasar de -0,1 puntos porcentuales en 2020-2025 a -0,6 puntos porcentuales en 2026-2030.

Según las previsiones, en el período 2020-2025, la Federación de Rusia y Asia Central sufrirá el mayor aumento de la discriminación de género, a saber, -2,2 puntos porcentuales. Si bien se prevé que en 2026-2030 esta tasa se reducirá a -1,4 puntos porcentuales, seguiría representando el mayor deterioro en puntos porcentuales para ese período.

Cabe señalar que la discriminación de género contra las mujeres sería significativa en América del Norte en 2020-2025, a saber, una tasa de -0,5 puntos porcentuales. Sin embargo, la proyección para 2026-2030 prevé una mejora considerable hasta llegar a una tendencia de 1,2 puntos porcentuales.

Se prevé un cambio similar en Centroamérica y América del Sur, donde se estima que la variación en la relación entre el empleo de las mujeres y el de los hombres mejorará de -1,1 puntos porcentuales en 2020-2025 a 0,8 puntos porcentuales en 2026-2030. Esta variación representaría una significativa recuperación de 1,9 puntos porcentuales. También habría una mejora muy moderada en Asia Meridional, donde la relación aumentaría de -0,2 puntos porcentuales a 0,2.

En Europa se registraría la mayor mejora en puntos porcentuales (entre todas las regiones y períodos) en 2020-2025, con una importante variación de 2,2. Sin embargo, esta mejora se moderaría a una variación de 1,2 puntos porcentuales en 2026-2030.

Por el contrario, se prevé que en China, Asia Oriental y el Pacífico la relación entre el empleo de las mujeres y el de los hombres aumentará de 1,2 puntos porcentuales en 2020-2025 a 1,4 puntos porcentuales en 2026-2030. También se prevé que en Asia Sudoriental mejorará la relación entre el empleo de las mujeres y el de los hombres, pero solo desde un nivel relativamente bajo de 0,3 puntos porcentuales hasta 0,5 puntos porcentuales en los mismos dos períodos.

C. Breve resumen de las principales tendencias económicas

En esta sección se resumen brevemente las tendencias más destacadas de las seis variables económicas examinadas en las nueve regiones de referencia. Se comienza con el crecimiento del PIB real, es decir, la variación del tamaño de la economía de cada país.

1. Crecimiento del PIB real

Lamentablemente, se prevé que algunas de las reducciones más graves en el crecimiento del PIB real se registrarán en los países de África Subsahariana. Según las previsiones, la tasa de crecimiento de la región disminuirá del 1,6% en 2020-2025 al 0,0% efectivo en 2026-2030. Esta disminución sería más pronunciada para los exportadores de petróleo, como la República Democrática del Congo y Nigeria. La tasa de crecimiento del PIB real de la República Democrática del Congo se reduciría del 6,6% en 2020-2025 a solo el 1,4% en 2026-2030. Del mismo modo, la tasa de crecimiento de Nigeria se deterioraría, al pasar de un -1,2% en 2020-2025 a una bajísima tasa del -7,9% en 2026-2030.

Las perspectivas para la Federación de Rusia y Asia Central son igualmente sombrías. Se prevé que el crecimiento del PIB real se reducirá del 1,1% al -1,9% entre 2020-2025 y 2026-2030. El crecimiento del PIB real de la Federación de Rusia disminuiría de solo un 0,8% en el primer período a un -2,7% en el segundo. Otra región exportadora de petróleo, Oriente Medio y Norte de África, experimentaría una reducción similar, aunque menos grave. El crecimiento del PIB real se reduciría del 1,6% en 2020-2025 al 0,0% efectivo en 2026-2030.

Mientras tanto, se prevé que Asia Meridional (encabezada por la India) y China, Asia Oriental y el Pacífico crecerán con bastante rapidez de aquí a 2026-2030. Mientras Asia Meridional crecería un 3,7% (la segunda tasa de aumento más alta), China, Asia Oriental y el Pacífico crecerían un 4,0%. Estas tasas superarían con creces las de las demás regiones. La tasa de crecimiento del PIB real de la India aumentaría del 3,0% en 2020-2025 al 4,3% en 2026-2030, mientras el crecimiento de China disminuiría del 5,4% en 2020-2025 al 4,5% en 2026-2030.

2. PIB per cápita

A continuación, se hace hincapié en la tasa de incremento del PIB per cápita entre 2019 y 2030. Cabe destacar que el PIB per cápita de China, Asia Oriental y el Pacífico experimentaría un aumento del 55% en este período. En China se registraría un aumento del 67% del PIB per cápita, mientras en la República de Corea el incremento sería del 39%.

También habría aumentos significativos tanto en Asia Sudoriental como en Asia Meridional. En Asia Meridional, por ejemplo, el PIB per cápita de la India aumentaría en un tercio, mientras en Asia Sudoriental, el PIB per cápita de Viet Nam crecería un sorprendente 116%.

Sin embargo, se prevé que el PIB per cápita de África Subsahariana experimentará una disminución del 16%. El PIB per cápita también disminuiría considerablemente (entre un -4% y un -5%) en la Federación de Rusia y Asia Central, así como en Oriente Medio y Norte de África, regiones que dependen en gran medida de la exportación de petróleo. Entre 2019 y 2030 el PIB per cápita se reduciría un 7% en la Federación de Rusia y un 11% en la Arabia Saudita.

3. Déficit público

En ocho de las nueve regiones analizadas se experimentaría un aumento del déficit público entre 2011-2019 y 2020-2025 como resultado del impacto de la pandemia de COVID-19 y la desaceleración del crecimiento económico. La única excepción sería Centroamérica y América del Sur. Sin embargo, en el cuadro II.8 también se muestra que ocho de las nueve regiones experimentarían una consiguiente reducción de sus déficits públicos en 2026-2030, debido a que los gobiernos priorizarían las reducciones mediante el recorte de gastos y el aumento de la recaudación de impuestos.

La única excepción destacada sería la Federación de Rusia y Asia Central. Su déficit público se ampliaría considerablemente, al pasar del -1,9% del PIB en 2020-2025 al -4,2% en 2026-2030. La Federación de Rusia sería la fuerza dominante en esta tendencia, pues su propio déficit público empeoraría, al pasar de un superávit del 0,3% del PIB en 2011-2019 a un considerable déficit del -7% del PIB en 2026-2030.

El déficit público de Asia Meridional sería del -5,6% del PIB en 2026-2030, más o menos igual a su déficit del -5,7% en 2011-2019. El déficit público de la India sería del -6,0% en 2026-2030, ligeramente superior a su déficit del -5,8% en 2011-2019.

4. Deuda pública

A nivel mundial, se prevé que la deuda pública aumentará continuamente entre 2019 y 2030, del 75% del PIB al 96% del PIB. También se prevé que la deuda pública aumentará en casi todas las regiones. La única excepción sería Europa, pues su deuda pública en relación con el PIB se mantendría relativamente estable, entre el 78% y el 82%, en 2019-2030.

Asimismo, se estima que América del Norte (encabezada por los Estados Unidos) tendrá el mayor nivel de endeudamiento en 2019 y 2025, para luego ser superada por Centroamérica y América del Sur en 2030. Mientras la deuda de América del Norte sería del 119% del PIB en ese año, la de Centroamérica y América del Sur sería del 122%.

En contraste, la Federación de Rusia y Asia Central presentaría la menor carga de la deuda en 2030, a saber, el 47% del PIB. Esta región también habría tenido la menor deuda pública (del 21-26% del PIB) tanto en 2019 como en 2025.

5. Cuenta corriente

Según las proyecciones, entre 2011-2019 y 2026-2030, el superávit en cuenta corriente de Europa aumentará considerablemente. Se estima que este superávit se duplicará con creces, al pasar del 1,5% al 3,8% del PIB. Por el contrario, en América del Norte (principalmente los Estados Unidos) se observaría una tendencia al empeoramiento del déficit en cuenta corriente, que aumentaría del -2,8% del PIB en 2011-2019 al -3,1% en 2026-2030.

Mientras tanto, cabe destacar que China experimentaría un empeoramiento significativo de su balanza en cuenta corriente, al pasar de un superávit del 1,5% en relación con el PIB en 2011-2019 a un déficit del -2% en 2026-2030.

Además, la principal región deficitaria, África Subsahariana, seguiría sufriendo déficits en cuenta corriente superiores al -3% del PIB. Asimismo, Asia Meridional seguirá presentando déficits superiores al -2% del PIB, que empezarían a acercarse al -3%.

6. Posición de inversión internacional

No es de extrañar que, según las proyecciones, la posición de inversión internacional de Europa como acreedora neta se reforzará de forma significativa entre 2011-2019 y 2026-2030. Su posición neta se duplicaría con creces entre estos dos períodos, del 15% del PIB al 36% del PIB. Alemania desempeñaría un papel destacado en el impulso de esta tendencia, pues su posición acreedora neta aumentaría drásticamente, del 66% del PIB en 2019 al 147% del PIB en 2030.

Junto con esta tendencia se produciría un empeoramiento de la posición deudora neta de América del Norte, que disminuiría de un nivel ya bajo del -41% del PIB en 2011-2019 al -67% en 2026-2030. El desempeño de los Estados Unidos impulsaría esta disminución, pues su posición deudora neta empeoraría significativamente, del -48% del PIB al -78% del PIB en el mismo período.

Mientras tanto, también se prevé que la posición deudora neta de África Subsahariana empeorará sustancialmente, al pasar del -26% del PIB en 2011-2019 al -48% en 2026-2030. La magnitud de este deterioro caracterizaría a una amplia gama de países, como la República Democrática del Congo, Uganda, Etiopía, Kenya y Nigeria.

Por el contrario, se estima que Oriente Medio y Norte de África mantendrá al menos su posición acreedora neta, que oscilaría entre el 8% y el 12% del PIB entre 2011-2019 y 2026-2030. Se prevé que la Arabia Saudita y otros exportadores de petróleo contribuirán a esta tendencia, a pesar de una disminución relativa de su producción de petróleo.

Según las proyecciones, la Federación de Rusia y Asia Central mejorará su posición de inversión internacional entre 2011-2019 y 2026-2030, al pasar del 11% del PIB al 19% del PIB, principalmente debido a la duplicación de la posición acreedora neta de la Federación de Rusia.

Mientras tanto, la región de China, Asia Oriental y el Pacífico mantendría básicamente su posición acreedora neta cerca del 40% del PIB entre 2011-2019 y 2026-2030, principalmente debido al fortalecimiento de la posición del Japón y la República de Corea, y no tanto de China.

Anexo II.A1

Cuadros estadísticos

II.A1.1 Crecimiento anual del PIB real (En porcentajes)

II.A1.2 PIB per cápita (En dólares de 2015 en paridad del poder adquisitivo (PPA))

II.A1.3 Déficit público (Como porcentaje del PIB)

II.A1.4 Deuda pública (Como porcentaje del PIB)

II.A1.5 Cuenta corriente (Como porcentaje del PIB)

II.A1.6 Posición de inversión internacional (Como porcentaje del PIB)

II.A1.7 Relación entre el empleo de las mujeres y el de los hombres (Variación en puntos porcentuales)

Los cuadros de este anexo proporcionan listados de los indicadores analizados en el texto principal y muestran los resultados del mundo en su conjunto, de 9 regiones del mundo, de 34 países y de los 160 países restantes más pequeños divididos en 11 grupos regionales. Los países y grupos de países se clasifican según su nivel de ingresos en 2019, conforme la definición del Banco Mundial.

Las cifras proyectadas para 2025 y 2030 ilustran los posibles resultados asumiendo que no hay cambios importantes en la política. No son previsiones de lo que probablemente ocurrirá pues, al fin y al cabo, ese resultado dependería de muchos factores imprevisibles, como la forma en que las personas, las empresas y el gobierno reaccionan ante las nuevas situaciones.

Las cifras de los cuadros siguientes son especialmente inciertas para muchos países en desarrollo, pues tienen pocas posibilidades de diversificar el comercio exterior y las relaciones comerciales y están muy expuestos a las fluctuaciones de los mercados mundiales y a los vaivenes del sentimiento internacional y nacional. Se han incluido más de 20 países en desarrollo para ilustrar la variedad de sus circunstancias y los retos que pueden surgir tras la pandemia de COVID-19 y durante la última parte de esta década.

Cuadro II.A1.1
Crecimiento anual del PIB real
(En porcentajes)

Región o país	2020-2025	2026-2030
Mundo	2,4	2,3
Regiones del mundo		
África Subsahariana	1,6	0,0
Asia Meridional	2,8	3,7
Asia Sudoriental	2,5	2,3
Centroamérica y América del Sur	1,1	0,9
Oriente Medio y Norte de África	1,6	0,5
China, Asia Oriental y el Pacífico	4,4	4,0

Cuadro II.A1.1 (conclusión)

Región o país	2020-2025	2026-2030
Federación de Rusia y Asia Central	1,1	-1,9
Europa	1,3	1,7
América del Norte	1,7	1,8
Países y grupos de ingreso bajo e ingreso mediano bajo		
República Democrática del Congo	6,6	1,4
Uganda	4,7	4,5
Etiopía	3,2	4,8
República Unida de Tanzania	5,1	5,3
Otros países de África Subsahariana	1,5	0,2
Kenya	3,6	2,8
Bangladesh	3,3	1,0
Nigeria	-1,2	-7,9
Pakistán	1,3	0,9
Otros países de Asia Meridional	0,9	0,7
India	3,0	4,3
Filipinas	1,9	2,9
Viet Nam	8,0	8,1
Otros países del Norte de África	1,5	-1,9
Otros países de América del Sur	-1,8	-1,9
Egipto	2,8	1,5
Irán (República Islámica del)	1,6	-3,0
Países y grupos de ingreso mediano alto		
Indonesia	2,5	1,0
Centroamérica y el Caribe	0,9	-0,2
Asia Central	1,6	-0,4
Sudáfrica	1,8	1,4
Colombia	0,6	-1,9
Brasil	1,7	2,1
Otros países de Asia Sudoriental	0,6	0,6
China	5,4	4,5
Tailandia	1,0	1,7
Otros países de Asia Occidental	2,0	1,7
Argentina	1,7	1,6
México	0,9	1,7
Federación de Rusia	0,8	-2,7
Türkiye	2,2	0,4
Países y grupos de ingreso alto		
Chile	3,6	2,3
Otros países de Asia y el Pacífico	3,9	2,4
Otros países de Europa	0,8	1,3
Otros países de la Unión Europea	2,0	2,4
Italia	1,2	2,1
República de Corea	3,0	3,2
Japón	0,9	1,8
Francia	0,6	0,9
Reino Unido	0,5	0,6
Canadá	1,1	-0,1
Australia	2,6	0,8
Alemania	1,0	1,0
Arabia Saudita	-1,2	1,8
Estados Unidos	1,8	2,0

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro II.A1.2
PIB per cápita

(En dólares de 2015 en paridad del poder adquisitivo (PPA))

Región o país	2019	2025	2030
Mundo	16 500	18 000	19 300
Regiones del mundo			
África Subsahariana	3 800	3 600	3 200
Asia Meridional	6 400	7 100	8 100
Asia Sudoriental	13 600	15 000	16 100
Centroamérica y América del Sur	13 800	14 100	14 300
Oriente Medio y Norte de África	18 700	18 700	18 000
China, Asia Oriental y el Pacífico	19 200	24 500	29 700
Federación de Rusia y Asia Central	19 500	20 500	18 600
Europa	41 300	44 700	48 900
América del Norte	48 600	51 600	55 100
Países y grupos de ingreso bajo e ingreso mediano bajo			
República Democrática del Congo	900	1 100	1 000
Uganda	2 400	2 600	2 800
Etiopía	2 600	2 700	3 000
República Unida de Tanzania	2 700	3 100	3 500
Otros países de África Subsahariana	3 300	3 100	2 800
Kenya	4 000	4 400	4 500
Bangladesh	4 800	5 500	5 600
Nigeria	4 900	3 900	2 300
Pakistán	4 900	4 700	4 600
Otros países de Asia Meridional	5 400	5 200	5 000
India	6 900	7 800	9 200
Filipinas	8 700	9 000	9 800
Viet Nam	10 000	15 100	21 600
Otros países del Norte de África	10 200	10 400	8 900
Otros países de América del Sur	10 400	8 800	7 700
Egipto	12 900	13 700	13 700
Irán (República Islámica del)	14 400	14 800	12 200
Países y grupos de ingreso mediano alto			
Centroamérica y el Caribe	11 000	10 900	10 400
Indonesia	11 800	12 900	13 000
Asia Central	13 000	13 900	13 400
Sudáfrica	13 500	14 000	14 200
Colombia	14 000	13 900	12 400
Brasil	14 700	15 700	17 000
Otros países de Asia Sudoriental	15 200	14 800	14 600
China	15 900	21 300	26 500
Tailandia	17 900	18 800	20 500
Otros países de Asia Occidental	18 100	18 000	17 900
Argentina	18 800	19 700	20 600
México	19 000	19 000	20 000
Federación de Rusia	26 000	27 400	24 200
Türkiye	27 800	30 200	29 700
Países y grupos de ingreso alto			
Chile	23 600	28 200	31 200
Otros países de Asia y el Pacífico	29 900	36 700	40 700
Otros países de Europa	35 100	37 100	39 900

Cuadro II.A1.2 (conclusión)

Región o país	2019	2025	2030
Otros países de la Unión Europea	38 500	43 700	49 800
Italia	38 700	42 200	47 700
República de Corea	41 000	48 800	57 100
Japón	42 100	45 700	51 500
Francia	43 000	44 000	45 900
Reino Unido	44 000	44 400	45 400
Canadá	46 600	47 500	46 200
Australia	49 400	53 900	53 400
Alemania	49 800	52 900	56 200
Arabia Saudita	50 300	43 000	44 700
Estados Unidos	60 200	64 900	70 000

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro II.A1.3
Déficit público
(Como porcentaje del PIB)

Región o país	2011-2019	2020-2025	2026-2030
Mundo	75	90	96
Regiones del mundo			
África Subsahariana	3,4	4,4	3,0
Asia Meridional	5,7	8,6	5,6
Asia Sudoriental	1,4	4,4	2,9
Centroamérica y América del Sur	5,8	5,5	2,2
Oriente Medio y Norte de África	2,2	4,9	3,0
China, Asia Oriental y el Pacífico	2,6	6,1	3,8
Federación de Rusia y Asia Central	-0,1	1,9	4,2
Europa	2,0	3,2	1,0
América del Norte	5,8	7,3	4,4
Países y grupos de ingreso bajo e ingreso mediano bajo			
República Democrática del Congo	-0,1	2,2	6,0
Uganda	3,1	4,5	2,8
Etiopía	2,3	2,7	2,0
República Unida de Tanzania	2,6	2,6	1,4
Otros países de África Subsahariana	3,4	3,5	1,8
Kenya	6,4	6,4	4,2
Bangladesh	3,8	1,6	1,7
Nigeria	3,1	5,1	2,9
Pakistán	6,6	6,3	5,1
Otros países de Asia Meridional	4,3	7,4	4,1
India	5,8	9,5	6,0
Filipinas	0,3	5,1	1,6
Viet Nam	4,4	3,7	2,2
Otros países del Norte de África	5,7	5,2	5,1
Otros países de América del Sur	11,7	3,2	1,7
Egipto	10,6	6,0	3,6
Irán (República Islámica del)	1,6	6,3	4,7

Cuadro II.A1.3 (conclusión)

Región o país	2011-2019	2020-2025	2026-2030
Países y grupos de ingreso mediano alto			
Indonesia	1,9	5,1	4,8
Centroamérica y el Caribe	3,1	4,1	2,7
Asia Central	0,3	2,1	-0,6
Sudáfrica	3,8	6,3	5,4
Colombia	3,1	6,8	9,4
Brasil	5,5	6,9	0,5
Otros países de Asia Sudoriental	-0,5	2,3	-0,5
China	2,4	7,0	4,4
Tailandia	0,2	3,6	2,7
Otros países de Asia Occidental	-2,0	2,5	-3,4
Argentina	4,5	5,0	4,9
México	3,5	3,7	3,2
Federación de Rusia	-0,3	1,8	7,0
Türkiye	1,5	5,3	5,1
Países y grupos de ingreso alto			
Chile	1,4	2,7	0,0
Otros países de Asia y el Pacífico	-0,1	1,4	1,0
Otros países de Europa	-3,5	1,3	-0,2
Otros países de la Unión Europea	2,4	2,7	1,1
Italia	2,6	4,2	1,4
República de Corea	-1,6	2,7	3,1
Japón	5,3	4,8	1,3
Francia	3,7	3,9	0,2
Reino Unido	4,6	7,1	4,6
Canadá	0,9	3,2	-0,2
Australia	2,7	6,2	4,5
Alemania	-0,7	1,4	-0,9
Arabia Saudita	2,9	5,6	7,9
Estados Unidos	6,5	8,0	4,9

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro II.A1.4
Deuda pública
(Como porcentaje del PIB)

Región o país	2019	2025	2030
Mundo	75	90	96
Regiones del mundo			
África Subsahariana	58	78	93
Asia Meridional	72	100	105
Asia Sudoriental	48	71	82
Centroamérica y América del Sur	72	103	122
Oriente Medio y Norte de África	46	67	83
China, Asia Oriental y el Pacífico	84	95	95
Federación de Rusia y Asia Central	21	26	47
Europa	78	82	80
América del Norte	101	114	119

Cuadro II.A1.4 (conclusión)

Región o país	2019	2025	2030
Países y grupos de ingreso bajo e ingreso mediano bajo			
República Democrática del Congo	16	20	43
Uganda	37	51	52
Etiopía	58	72	83
República Unida de Tanzania	38	43	43
Otros países de África Subsahariana	77	107	126
Kenya	62	73	74
Bangladesh	36	33	37
Nigeria	29	52	77
Pakistán	86	92	99
Otros países de Asia Meridional	64	101	122
India	74	107	109
Filipinas	37	66	68
Viet Nam	55	53	48
Otros países del Norte de África	51	72	115
Otros países de América del Sur	62	94	128
Egipto	87	121	141
Irán (República Islámica del)	43	45	49
Países y grupos de ingreso mediano alto			
Indonesia	31	61	87
Centroamérica y el Caribe	51	68	79
Asia Central	34	45	44
Sudáfrica	62	71	80
Colombia	52	92	153
Brasil	88	130	140
Otros países de Asia Sudoriental	83	116	124
China	57	76	78
Tailandia	41	65	79
Otros países de Asia Occidental	52	74	74
Argentina	90	93	115
México	53	86	111
Federación de Rusia	14	16	49
Türkiye	33	49	65
Países y grupos de ingreso alto			
Chile	28	47	58
Otros países de Asia y el Pacífico	25	22	21
Otros países de Europa	42	72	92
Otros países de la Unión Europea	68	65	60
Italia	134	145	140
República de Corea	42	67	89
Japón	235	245	241
Francia	97	104	100
Reino Unido	84	96	100
Canadá	87	102	92
Australia	47	64	79
Alemania	59	63	60
Arabia Saudita	23	45	77
Estados Unidos	108	118	121

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro II.A1.5
Cuenta corriente
(Como porcentaje del PIB)

Región o país	2011-2019	2020-2025	2026-2030
Mundo	0,0	0,0	0,0
Regiones del mundo			
África Subsahariana	-3,7	-3,4	-3,2
Asia Meridional	-2,2	-2,6	-2,7
Asia Sudoriental	0,3	0,7	-1,8
Centroamérica y América del Sur	-3,0	-0,7	-0,4
Oriente Medio y Norte de África	1,5	1,1	-0,1
China, Asia Oriental y el Pacífico	2,1	2,0	1,1
Federación de Rusia y Asia Central	1,7	0,5	-2,4
Europa	1,5	2,0	3,8
América del Norte	-2,6	-3,4	-3,1
Países y grupos de ingreso bajo e ingreso mediano bajo			
República Democrática del Congo	-5,3	-7,5	-5,0
Uganda	-6,5	-7,9	-3,2
Etiopía	-8,1	-4,9	-2,1
República Unida de Tanzania	-7,7	-2,9	-3,0
Otros países de África Subsahariana	-5,2	-4,4	-5,1
Kenya	-8,0	-5,6	-1,5
Bangladesh	-0,4	-3,3	-3,8
Nigeria	0,8	-2,4	-1,4
Pakistán	-3,0	-3,5	-2,6
Otros países de Asia Meridional	-2,2	-1,7	-1,4
India	-2,3	-2,5	-2,7
Filipinas	0,9	-1,6	-0,5
Viet Nam	2,0	4,0	-0,2
Otros países del Norte de África	-6,4	-2,1	2,5
Otros países de América del Sur	-0,8	0,8	2,1
Egipto	-4,3	-4,1	-6,7
Irán (República Islámica del)	3,0	5,9	5,5
Países y grupos de ingreso mediano alto			
Indonesia	-2,5	-1,6	-4,4
Centroamérica y el Caribe	-4,2	-3,5	-4,5
Asia Central	-2,4	-1,9	-3,5
Sudáfrica	-4,4	-0,6	-1,6
Colombia	-4,8	-4,9	-7,3
Brasil	-3,2	-0,1	0,3
Otros países de Asia Sudoriental	7,4	5,2	-0,9
China	1,5	0,5	-2,0
Tailandia	4,0	2,0	2,1
Otros países de Asia Occidental	5,0	3,0	1,3
Argentina	-2,7	1,0	1,8
México	-2,0	-1,0	-3,1
Federación de Rusia	3,1	1,5	-1,8
Türkiye	-4,7	-3,3	-4,3

Cuadro II.A1.5 (conclusión)

Región o país	2011-2019	2020-2025	2026-2030
Países y grupos de ingreso alto			
Chile	-3,6	0,1	2,0
Otros países de Asia y el Pacífico	5,7	3,6	6,2
Otros países de Europa	6,3	4,9	5,5
Otros países de la Unión Europea	1,5	2,8	4,7
Italia	1,1	1,7	4,4
República de Corea	4,2	5,0	7,1
Japón	2,2	5,8	8,7
Francia	-0,8	-1,0	0,8
Reino Unido	-4,5	-5,1	-5,5
Canadá	-3,2	-3,6	-4,5
Australia	-3,2	-0,7	-2,7
Alemania	6,6	7,5	10,4
Arabia Saudita	7,2	-1,1	-0,7
Estados Unidos	-2,6	-3,5	-3,0

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro II.A1.6
Posición de inversión internacional
(Como porcentaje del PIB)
Acreeedor (+) Deudor (-)

Región o país	2019	2025	2030
Mundo			
Regiones del mundo			
África Subsahariana	-26	-35	-48
Asia Meridional	-17	-26	-32
Asia Sudoriental	-1	13	6
Centroamérica y América del Sur	-28	-25	-23
Oriente Medio y Norte de África	8	10	12
China, Asia Oriental y el Pacífico	39	41	37
Federación de Rusia y Asia Central	11	22	19
Europa	15	24	36
América del Norte	-41	-61	-67
Países y grupos de ingreso bajo e ingreso mediano bajo			
República Democrática del Congo	-48	-73	-89
Uganda	-48	-64	-61
Etiopía	-48	-56	-47
República Unida de Tanzania	-47	-46	-46
Otros países de África Subsahariana	-49	-61	-82
Kenya	-38	-58	-58
Bangladesh	-13	-27	-45
Nigeria	-11	-23	-36
Pakistán	-44	-59	-65
Otros países de Asia Meridional	-32	-35	-40
India	-14	-23	-29
Filipinas	-9	-13	-11
Viet Nam	14	30	20
Otros países del Norte de África	1	-20	-8
Otros países de América del Sur	-12	-7	10

Cuadro II.A1.6 (conclusión)

Región o país	2019	2025	2030
Egipto	-54	-64	-93
Irán (República Islámica del)	-52	-3	48
Países y grupos de ingreso mediano alto			
Indonesia	-29	-28	-44
Centroamérica y el Caribe	-46	-63	-81
Asia Central	-24	-28	-42
Sudáfrica	12	26	15
Colombia	-47	-70	-107
Brasil	-40	-30	-23
Otros países de Asia Sudoriental	93	160	141
China	17	14	3
Tailandia	3	26	37
Otros países de Asia Occidental	29	46	52
Argentina	28	31	36
México	-49	-53	-60
Federación de Rusia	23	46	54
Türkiye	-39	-53	-66
Países y grupos de ingreso alto			
Chile	-10	-7	2
Otros países de Asia y el Pacífico	165	166	160
Otros países de Europa	135	174	174
Otros países de la Unión Europea	-6	4	17
Italia	6	14	27
República de Corea	34	50	73
Japón	68	96	112
Francia	-14	-21	-13
Reino Unido	-19	-41	-63
Canadá	50	39	19
Australia	-43	-44	-48
Alemania	66	105	147
Arabia Saudita	87	81	71
Estados Unidos	-48	-70	-74

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro II.A1.7
Relación entre el empleo de las mujeres y el de los hombres
(Variación en puntos porcentuales)

Región o país	2020-2025	2026-2030
Mundo	-0,5	-0,2
Regiones del mundo		
África Subsahariana	0,5	-1,2
Asia Meridional	-0,2	0,2
Asia Sudoriental	0,3	0,5
Centroamérica y América del Sur	-1,1	0,8
Norte de África y Asia Occidental	-0,1	-0,6
China, Asia Oriental y el Pacífico	1,2	1,4
Federación de Rusia y Asia Central	-2,2	-1,4
Europa	2,2	1,2
América del Norte	-0,5	1,2

Cuadro II.A1.7 (conclusión)

Región o país	2020-2025	2026-2030
Países y grupos de ingreso bajo e ingreso mediano bajo		
República Democrática del Congo	0,1	0,9
Uganda	-0,2	0,0
Etiopía	-0,2	0,1
República Unida de Tanzania	-0,1	-0,2
Otros países de África Subsahariana	0,1	-0,9
Kenya	1,3	1,0
Bangladesh	1,2	0,8
Nigeria	2,8	-8,6
Pakistán	-0,2	0,0
Otros países de Asia Meridional	-1,8	-2,0
India	-0,3	0,2
Filipinas	-2,0	0,3
Viet Nam	2,0	0,2
Otros países del Norte de África	1,0	-1,0
Otros países de América del Sur	-0,7	1,9
Egipto	0,9	0,7
Irán (República Islámica del)	-3,5	-1,2
Países y grupos de ingreso mediano alto		
Indonesia	0,4	0,5
Centroamérica y el Caribe	1,1	0,7
Asia Central	-3,0	-1,7
Sudáfrica	-4,8	-4,8
Colombia	-5,9	-3,1
Brasil	-1,5	0,9
Otros países de Asia Sudoriental	0,6	1,0
China	1,1	1,2
Tailandia	1,4	1,2
Otros países de Asia Occidental	0,6	-0,5
Argentina	1,4	1,2
México	-0,6	1,3
Federación de Rusia	-0,7	-0,6
Türkiye	-1,4	0,0
Países y grupos de ingreso alto		
Chile	-0,7	1,8
Otros países de Asia y el Pacífico	1,6	1,9
Otros países de Europa	2,0	1,1
Otros países de la Unión Europea	2,3	2,0
Italia	1,4	2,2
República de Corea	1,0	2,6
Japón	2,6	2,2
Francia	1,3	0,5
Reino Unido	2,8	0,3
Canadá	-0,3	0,8
Australia	1,8	1,4
Alemania	2,5	-0,2
Arabia Saudita	5,9	-0,5
Estados Unidos	0,0	1,4

Fuente: Elaboración propia.

Capítulo III

Evaluación crítica de la regulación macroprudencial y de algunas experiencias regionales comparadas con énfasis en América Latina y el Caribe

*Esteban Pérez Caldentey
Lorenzo Nalin
Leonardo Rojas¹*

Introducción

En sentido amplio, se entiende que las políticas macroprudenciales son las que tienen por objeto reducir el riesgo sistémico, ya sea en el transcurso del tiempo o entre las instituciones y los mercados. El riesgo sistémico se define como el riesgo de que los servicios financieros resulten perturbados por el deterioro de todo el sistema financiero o de parte de él, y de que esa perturbación tenga graves consecuencias negativas para la economía real (CEF/FMI/BPI, 2009, citado en FMI, 2010, pág. 56)².

¹ Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago, Chile; Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), y Universidad Nacional de Colombia. Colaboraron Jayati Ghosh, de la Universidad de Massachusetts Amherst, Pablo Bortz, de la Universidad Nacional de San Martín, Buenos Aires, C. P. Chandrasekhar, de la Universidad Jawaharlal Nehru, y Matías Vernengo, de la Universidad Bucknell. Los autores desean agradecer a Daniela Prates y Penelope Hawkins por sus valiosos comentarios sobre el primer borrador de este trabajo.

² Según una parte de la literatura sobre regulación macroprudencial, el riesgo sistémico tiene dos dimensiones esenciales: una temporal (cómo evoluciona el riesgo del sistema financiero en el transcurso del tiempo, cómo se acumula y cómo se vincula con el ciclo económico real), y una intersectorial (cómo se distribuye el riesgo en el sistema financiero, qué interconexiones puede haber entre los agentes y qué riesgos pueden ser comunes a todos ellos) (FMI, 2010; Kaufman y Scott, 2003; Pérez Caldentey y Cruz, 2012).

A continuación se brindan ejemplos de algunos riesgos sistémicos concretos: el riesgo de que el crédito interno crezca de forma excesiva y que eso conlleve un aumento del precio de los activos; el riesgo de que el tipo de cambio se vuelva volátil debido a la actividad de los inversores en los mercados de divisas nacionales y extranjeros; el riesgo de que los flujos de capital se vuelvan volátiles debido al comportamiento de los inversores, sobre todo de los no residentes; el riesgo de que la banca nacional se vuelva frágil debido a conmociones temporales imprevistas (como la pandemia) y a otras conmociones previstas (como el cambio climático), y el riesgo de que surja una crisis de la deuda externa. A la hora de adoptar medidas macroprudenciales hay que detectar los primeros indicios de debilidad, anticiparse a los riesgos, limitar su acumulación y crear condiciones que amortigüen las reacciones procíclicas asociadas a la inestabilidad financiera.

La regulación macroprudencial surgió por necesidad. Antes de que ella existiera, la forma tradicional de poner en práctica la regulación financiera se centraba, en gran medida, en establecer normas sobre el nivel de recursos propios que las instituciones financieras debían tener, y en garantizar que las instituciones individuales cumplieran esas normas; en otras palabras, se centraba en la regulación microprudencial. Durante los períodos de dificultades o crisis se suministraba liquidez al sistema financiero como complemento de la regulación anterior.

La regulación centrada en las normas sobre el nivel de recursos propios no impidió que surgieran crisis financieras. De hecho, tras el primer Acuerdo de Capital de Basilea (1988), el número de crisis aumentó y se hizo más sistémico con el tiempo. Lo más importante es que las normas sobre el nivel de recursos propios no cumplieron su objetivo, pues quedó demostrado que las crisis eran una fuente endógena de fragilidad e inestabilidad. Esto brindó un motivo importante para adoptar una perspectiva más amplia y macroeconómica respecto de la regulación financiera.

Los datos empíricos correspondientes al período 1970-2017 muestran que el número de crisis bancarias y monetarias sistémicas aumentó. En todo el mundo, dicho número pasó de 28 en los años setenta, a 114 en los ochenta y a 158 en los noventa. Entre 2000 y 2017 hubo 87 crisis bancarias y monetarias sistémicas (Laeven y Valencia, 2018)³. Entre las crisis financieras que afectaron a América Latina y el Caribe de forma recurrente se encuentran la crisis de la deuda de los años ochenta, la

³ Una crisis bancaria sistémica es un acontecimiento que reúne dos condiciones: i) hay indicios significativos de dificultades financieras en el sistema bancario (como corridas bancarias de entidad, pérdidas en el sistema bancario o liquidación de bancos); ii) se adoptan medidas intervencionistas considerables de política bancaria en respuesta a las pérdidas importantes del sistema bancario. Una crisis monetaria se define como una depreciación brusca de la moneda en relación con el dólar estadounidense (Laeven y Valencia, 2018, págs. 4-9).

crisis del “tequila” (1994-1995), la crisis de Asia Oriental (1997-1998), la crisis brasileño-rusa (1999), la crisis argentina (2001-2002) y la crisis financiera mundial (2008-2009).

Además, desde la década de 1990 las crisis también han tenido un carácter más sistémico; en otras palabras, los países que no están en el epicentro de las crisis suelen ser vulnerables al contagio. La crisis financiera mundial de 2008-2009 es un ejemplo de ello, ya que la producción se contrajo en 91 economías, que representaban el 67% del PIB mundial (Chen, Mrkaic y Nabar, 2019)⁴.

El hecho de que las crisis financieras sean más frecuentes y tengan un carácter más sistémico indica que en los mercados, sobre todo en los financieros, el riesgo no se asigna ni evalúa de forma eficiente. Esto también refuta la hipótesis de que el precio de los activos, al reflejar toda la información disponible, descarta la posibilidad de que haya arbitraje y especulación financiera⁵. De la misma manera en que los mercados financieros son incapaces de valorar correctamente el riesgo, las instituciones financieras han demostrado ser incapaces de proteger el valor de los activos reales y financieros o de evitar que este disminuya (Greenspan, 2008)⁶.

⁴ Véase también Banco de la Reserva Federal de St. Louis (2020).

⁵ La eficiencia del mercado financiero tiene dos componentes: la eficiencia informativa y la eficiencia de arbitraje. En su forma más simple, la eficiencia informativa significa que el precio al contado es el factor que permite predecir mejor el precio futuro. Esto es importante porque sugiere que los precios revelan toda la información existente en una economía. Esta propiedad implica que el precio de un activo cualquiera debe ser igual al valor fundamental o precio al contado de este, es decir, al valor actual de los ingresos (pagos) que se espera recibir a partir de los dividendos que se obtendrán en relación con el activo en el transcurso de toda la vida de este, descontados a la tasa libre de riesgos. Para calcular los ingresos esperados se aplica un procedimiento estocástico. La eficiencia de arbitraje significa que, mediante el proceso de compra y venta, nadie puede obtener beneficios en un estado de la economía sin incurrir en pérdidas en otro. Esto implica que ningún agente económico puede, de forma sistemática, batir las expectativas del mercado o aprovecharse de otros agentes que tengan menos información.

⁶ El consenso predominante sobre el sistema financiero posterior a la crisis financiera mundial puede resumirse diciendo que una de las principales razones por las que la crisis económica y financiera llegó a ser tan grave fue que en el sector bancario de muchos países se había acumulado un apalancamiento excesivo dentro y fuera del balance. Esto fue acompañado por la erosión gradual del nivel de la base de recursos propios y de la calidad de esta. Al mismo tiempo, el colchón de liquidez de muchos bancos era insuficiente. Por lo tanto, el sistema bancario no fue capaz de absorber las pérdidas sistémicas de comercio y crédito que surgieron como resultado, ni pudo hacer frente a la intermediación de los grandes compromisos no contabilizados en el balance que se habían acumulado en el sistema bancario paralelo. La crisis se amplificó aún más debido a un proceso de desapalancamiento procíclico y al hecho de que las instituciones sistémicas estaban interconectadas por un conjunto de operaciones complejas. Durante el episodio más grave de la crisis, el mercado perdió la confianza en la solvencia y la liquidez de muchas instituciones bancarias. Las debilidades del sector bancario se transmitieron al resto del sistema financiero y a la economía real, lo que dio lugar a una contracción masiva de la liquidez y la disponibilidad de crédito. Al final, el sector público tuvo que intervenir con inyecciones de liquidez, apoyo de capital y garantías sin precedentes, lo que llevó a que el contribuyente corriera el riesgo de incurrir en grandes pérdidas (BPI, 2009, págs. 1-2).

Las crisis financieras pueden tener efectos a mediano y largo plazo sobre el crecimiento, la inversión y la distribución del ingreso. En los cinco años anteriores a la crisis financiera mundial (2003-2007), el crecimiento en el mundo fue del 4,1% en promedio. En los cinco años que siguieron a la crisis (2010-2014), fue del 3,3% en promedio, y en el decenio posterior (2010-2019), del 3,1% en promedio (2,6% si se toma en cuenta el año 2020). Del mismo modo, en los cinco años anteriores a la crisis financiera mundial (2003-2007), la inversión mundial creció un 4,9% en promedio. En los cinco años posteriores a la crisis (2010-2014), el crecimiento de la inversión mundial fue de un 3,4% en promedio, y en el decenio posterior (2010-2019) —antes de la pandemia de COVID19—, la inversión mundial creció un 3,2% en promedio. En consecuencia, las tasas de inversión han disminuido en la mayoría de los países, tendencia que es particularmente aguda en América Latina y el Caribe, y que contrasta con el aumento de la deuda en algunos países (Banco Mundial, 2021a).

En el caso de las economías en desarrollo, entre ellas las de América Latina y el Caribe, la regulación macroprudencial también es importante en lo que atañe a la estabilidad económica y el crecimiento, ya que la creciente apertura financiera externa de esas economías, sumada a las políticas internas que se aplican para adaptarse a ella, ha hecho que los resultados dependan en gran medida de los vaivenes de los flujos financieros extranjeros y, sobre todo, de los flujos a corto plazo.

Desde los años noventa, las economías en desarrollo dependen cada vez más de los flujos a corto plazo. Esta dependencia ha cobrado más predominancia desde la década de 2000. En el caso de América Latina y el Caribe, los datos empíricos disponibles en relación con los períodos 2003-2009 y 2010-2019 indican que las entradas a corto plazo pasaron de representar el 37,3% de todas las entradas a representar el 52,1% de ellas (Pérez Caldentey y Vernengo, 2021). Además, desde el final de la crisis financiera mundial, la mayor dependencia respecto de los flujos a corto plazo ha ido acompañada de un proceso de acumulación de deuda externa en todas las regiones en desarrollo. Si se considera la deuda externa como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios, entre 2010 y 2019 dicha deuda aumentó del 60% al 87% en Asia, del 132% al 192% en América Latina y el Caribe, del 75% al 126% en Oriente Medio, y del 75% al 174% en África Subsahariana (FMI, 2016b).

Desde la década de 1990, el espacio monetario y fiscal de los países en desarrollo se ha reducido. En el caso de América Latina, la mayoría de los países de la región han firmado acuerdos de inversión (junto con acuerdos comerciales) o se han incorporado a la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), lo que les impide imponer restricciones y controles en la cuenta financiera de la balanza de pagos⁷.

⁷ Entre los países que han pasado a ser miembros de la OCDE se encuentran Chile, México y Colombia.

Este impedimento también existe en relación con los flujos a corto plazo. Además, en la mayoría de los países del mundo en desarrollo se ha avanzado hacia una mayor flexibilidad de mercado, en particular hacia regímenes de tipo de cambio más flexibles (el 71% de todas las economías de América Latina y el Caribe declaran tener regímenes de tipo de cambio flexibles) (FMI, 2020b)⁸.

Hay quien sostiene que la pandemia de COVID19 ha vuelto más acuciante la necesidad de contar con regulación macroprudencial. El COVID19 ha tenido repercusiones importantes en los países en desarrollo en muchos sentidos, no solo por los efectos que ha causado en la salud y el bienestar de la población, sino también por los efectos graves y a menudo devastadores que ha tenido en la economía. Estas repercusiones económicas se han manifestado en la economía interna por medio de los cierres y los confinamientos que afectaron la actividad económica, los medios de vida y el empleo, y también se han manifestado a través del impacto de los procesos económicos internacionales que incidieron en el comercio y los flujos de capital. En varios países en desarrollo, las repercusiones originadas en factores externos, a saber, la disminución del comercio de bienes y servicios, la caída de las remesas y —sobre todo— la volatilidad de los flujos de capital y las presiones derivadas de la deuda externa, en ocasiones han sido tan graves que han acentuado y a veces incluso eclipsado los efectos internos⁹.

América Latina y el Caribe ha sido una de las regiones más afectadas del mundo en desarrollo: en 2020 se registró la peor contracción de la historia (-6,8%), lo que conllevó un aumento considerable de la tasa de desempleo y el nivel de pobreza. La tasa de desempleo pasó del 8,1% en 2019 al 10,7% en 2020, lo que representa una diferencia de 44 millones de personas. En cuanto al nivel de pobreza, este pasó de 185,5 millones de personas en 2019 a 209 millones en 2020. Además, el fuerte descenso de la inversión, que cayó un 10% en términos reales, menoscabará gravemente la acumulación de capital en el futuro, así como la capacidad de las economías de la región para generar crecimiento y empleo, y recuperarse. Asimismo, es poco probable que persista el repunte del crecimiento que se había previsto en la región para 2021 (5,9%), repunte que se debía a que la base de comparación correspondiente a 2020 era baja en el contexto de la profundización de los problemas estructurales. Es probable que ese repunte solo proporcione un respiro temporal a la situación económica actual y que resulte insuficiente para reducir el déficit de financiamiento de la región o para mejorar su perfil de deuda (CEPAL, 2021a).

⁸ En la práctica se interviene en los mercados de divisas, por lo que en realidad se aplican regímenes de tipo de cambio dirigido.

⁹ Véase Fokko Klein (2020) para obtener información sobre el caso de América Latina.

En el presente documento se ofrece una evaluación crítica de las políticas macroprudenciales predominantes. La evaluación se hace desde una perspectiva teórica y práctica, y se centra en el caso de las economías en desarrollo de África, Asia y, en particular, América Latina y el Caribe. Se sostiene que las limitaciones que imponen las normas sobre el nivel de recursos propios y, más concretamente, el hecho de que se haya demostrado que constituyen una fuente endógena de inestabilidad financiera, lleva a abordar la regulación financiera desde una perspectiva macroeconómica. Este documento complementa el que se titula “A policy-oriented study on capital flow regulations”, un estudio sobre la regulación de los flujos de capital que se centra en las políticas y que se elaboró para el mismo proyecto (*DA-COVID 19 Project Paper*, N° 10.21).

A continuación del presente vendrá un tercer documento en que se presentará una visión macroprudencial alternativa, diferente de la predominante.

En la visión predominante, la regulación macroprudencial sigue siendo un concepto esquivo y de aplicación limitada. A nivel práctico, dicha regulación consiste en una serie de medidas que no están necesariamente interconectadas ni articuladas, que se centran sobre todo en el sistema bancario y que tienen por objeto limitar la expansión del crédito, fomentar la solvencia, disminuir la interconexión y evitar el apalancamiento excesivo. Los datos de las encuestas muestran que no hay acuerdo en cuanto a cuál es el significado de estabilidad financiera y menos aún de riesgo sistémico. Además, las autoridades reguladoras no consideran la regulación macroprudencial como una prioridad, y en dicha regulación no se toman en cuenta todas las fuentes de fragilidad financiera que hay en las economías en desarrollo. La regulación macroprudencial se centra en el sector financiero, sobre todo en el bancario, y se ignora el hecho de que otros sectores económicos, como el de las empresas no financieras, son una fuente de fragilidad financiera cada vez mayor debido a su creciente financierización.

En la corriente económica dominante, una forma de racionalizar las diferentes medidas que se proponen en la regulación macroprudencial es argumentar que el crecimiento y el desarrollo del sector financiero crea imperfecciones en el mercado que alargan la cadena de intermediación, lo que debilita el vínculo entre el ahorro y la inversión. Así pues, desde esta perspectiva, el objetivo de la regulación macroprudencial es garantizar que el ahorro circule hacia la inversión.

El presente capítulo se divide en siete secciones, además de la introducción y el anexo. En las secciones I y II se mencionan las limitaciones de las normas sobre el nivel de recursos propios y se

describen los fundamentos teóricos de la regulación macroprudencial en la corriente económica predominante. En la sección III se describe cómo se aplica la regulación macroprudencial en la práctica. En las secciones IV, V y VI se presentan datos sobre cómo se ha aplicado la regulación macroprudencial en algunos países seleccionados de África (Etiopía, Ghana, Kenya, Nigeria, Sudáfrica y Zambia), Asia (India, Indonesia, Malasia y Tailandia), y América Latina y el Caribe (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), y se destacan los puntos fuertes y débiles de dicha regulación. En esas secciones también se extraen aprendizajes sobre cómo diseñar las políticas macroprudenciales de forma adecuada. En la última sección se brinda una conclusión.

I. Las normas sobre el nivel de recursos propios como fuente de fragilidad e inestabilidad financieras

Antes de la crisis financiera mundial, la regulación financiera se centraba en garantizar que en las instituciones financieras, y más concretamente en los bancos, se alcanzara un determinado umbral de recursos propios. En los acuerdos de Basilea se establecieron normas sobre el nivel de recursos propios con el propósito de que los riesgos que las instituciones financieras enfrentaban de forma individual se internalizaran correctamente (entre los más relevantes de esos riesgos se encontraban los relacionados con el crédito, la liquidez, las tasas de interés y el tipo de cambio). Dado que la función principal de los recursos propios es proteger contra pérdidas inesperadas, el hecho de que se exija contar con un nivel más elevado de estos reforzaría la solvencia y la estabilidad de las instituciones financieras. En los acuerdos Basilea I (1988), Basilea II (2004) y Basilea III (2010), el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) estableció que el nivel de recursos propios debía ser mayor o igual que el 8% de los activos ponderados en función del riesgo¹⁰. Esto se representa del siguiente modo:

$$(1) \text{ Coeficiente de recursos propios} = \frac{\text{Recursos propios}}{\text{Activos ponderados en función del riesgo}} \geq 8\%$$

Sin embargo, en lugar de ser un indicador de la solvencia de las instituciones financieras, las normas sobre el nivel de recursos propios resultaron ser una fuente endógena de fragilidad financiera. Se puede

¹⁰ El BCBS es el principal responsable de formular las normas mundiales de regulación prudencial de los bancos, y sirve como foro de cooperación periódica en materia de supervisión bancaria. Está integrado por 45 miembros de 28 jurisdicciones, que representan a los bancos centrales y a las autoridades de supervisión. Además, el Comité cuenta con nueve observadores, entre ellos bancos centrales, grupos de supervisión, organizaciones internacionales y otros organismos.

obtener un ejemplo de esto al analizar el comportamiento del activo y el pasivo durante la fase ascendente del ciclo económico impulsada, por ejemplo, por una política monetaria expansiva del banco central¹¹.

Las fases de expansión caracterizadas por una rentabilidad elevada y un riesgo bajo suelen llevar a que el coeficiente de recursos propios aumente y, por tanto, a dar la impresión de que hay más solvencia y mejores condiciones financieras. Esto, a su vez, alienta al sistema financiero a acumular posiciones de activos y, más concretamente, lleva a que aumenten los préstamos en función de las condiciones económicas del momento. Sin embargo, esto a menudo ocurre en detrimento de las normas de crédito. Este hecho estilizado queda reflejado en los datos empíricos de algunos países desarrollados, donde se observa que las provisiones suelen disminuir en los períodos de expansión (Cavallo y Majnoni, 2012; Hahm y otros, 2012).

Por el lado del pasivo, las instituciones financieras se vuelven más dependientes de la liquidez que proporcionan otras instituciones de ese tipo. En esta situación, la composición y la estructura del pasivo del sistema financiero se suele inclinar hacia un mayor nivel de endeudamiento, es decir, hacia razones de apalancamiento más elevadas, de modo que la relación entre la tasa de crecimiento de los activos y la del apalancamiento es positiva¹². Entre diciembre de 2003 y septiembre de 2010, el coeficiente de correlación entre las dos variables correspondiente a una muestra de 21 bancos estadounidenses fue de 0,70 si se tomaba en cuenta toda la muestra y de 0,89 si solo se consideraban los bancos de inversión (Pérez Caldentey y Cruz, 2012).

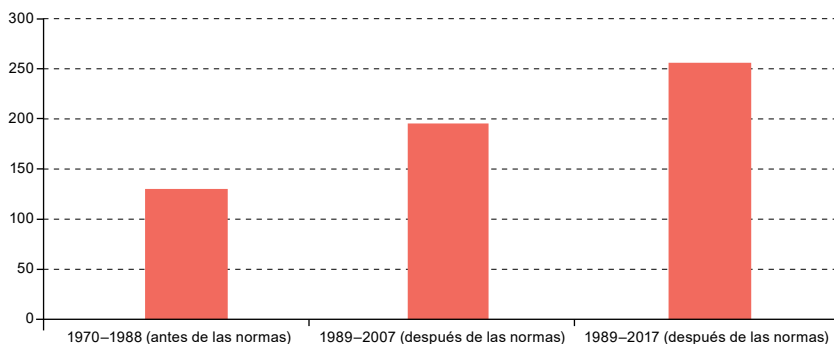
Cuando el nivel de apalancamiento es elevado, surgen oportunidades considerables de obtener rentabilidad, ya que cuanto mayor es dicho nivel, mayor es el rendimiento del capital. En este sentido, la expectativa de obtener más rentabilidad supone un incentivo que puede llevar al apalancamiento excesivo. La tasa de rendimiento de los recursos propios (*ROE*) (una medida de la rentabilidad) es igual a la tasa de rendimiento de los activos (*ROA*) multiplicada por el apalancamiento (*L*), es decir: $ROE = ROA * L \Rightarrow \Delta L \Rightarrow \Delta ROE \text{ for } \overline{ROA}$. Pero al mismo tiempo, depender más de la deuda da lugar a una mayor fragilidad, pues se asumen riesgos más grandes debido a la mayor exposición y vulnerabilidad a la iliquidez y, lo que es más importante, a la insolvencia (Barajas y otros, 2010).

¹¹ Para obtener información sobre la relación entre las políticas monetarias y las macroprudenciales, véase Bush y otros (2021), Cerutti, Claessens y Laeven (2017), Goodfriend y King (1988), Goodhart y Schoenmaker (1993), y Sinclair (2000).

¹² El apalancamiento (coeficiente de endeudamiento) refleja la medida en que los intermediarios financieros recurren al endeudamiento para financiar la adquisición de activos.

De conformidad con la lógica anterior, poner en práctica la regulación financiera aplicando normas sobre el nivel de recursos propios no parece haber supuesto una diferencia en cuanto a la aparición de crisis financieras. En todo el mundo, el número de crisis bancarias y monetarias sistémicas aumentó de 130 en el período 1970-1988 (antes de las normas) a 196 en el período 1988-2007 (después de estas). Desde 1989 hasta el último año disponible (2017), el número de crisis bancarias y monetarias sistémicas ascendió a 257 (véase el gráfico III.1).

Gráfico III.1
Crisis bancarias y monetarias sistémicas antes y después del establecimiento de las normas sobre el nivel de recursos propios, 1970-2017^a
 (En número)



Fuente: L. Laeven y F. Valencia, "Systemic banking crises revisited", *Working Paper*, N° 18/206, Fondo Monetario Internacional (FMI), 2018.

^a Una crisis bancaria sistémica es un acontecimiento que reúne dos condiciones: i) hay indicios significativos de dificultades financieras en el sistema bancario (como corridas bancarias de entidad, pérdidas en el sistema bancario o liquidación de bancos); ii) se adoptan medidas intervencionistas considerables de política bancaria en respuesta a las pérdidas importantes del sistema bancario. Una crisis monetaria se define como una depreciación brusca de la moneda en relación con el dólar estadounidense (Laeven y Valencia, 2018, págs. 4-9).

El aumento de la cantidad de crisis coexistió con un descenso de la tasa de inflación, lo que sugiere que la estabilidad de los precios no garantiza la estabilidad financiera. Desde principios de los años setenta, la inflación mundial ha ido en descenso (10%, 8,0%, 6,9%, 4,1% y 2,6% en las décadas de 1970, 1980, 1990, 2000 y 2010, respectivamente). La amplitud de la inflación medida según la desviación estándar también disminuyó a partir de los años noventa, y se situó en 2,3, 1,7 y 1,0 en las décadas de 1990, 2000 y 2010, respectivamente (Banco Mundial, 2021a).

Antes de la crisis financiera mundial, los requisitos que se habían establecido en el acuerdo de Basilea II se cumplían con creces en algunos de los países que se vieron fuertemente afectados por la crisis, como el

Reino Unido, la zona del euro e incluso los Estados Unidos, que fue el epicentro. De 2005 a 2007, el nivel de recursos propios que se exigía en la zona del euro, el Reino Unido y los Estados Unidos superaba el 12% en promedio (Pérez Caldentey y Cruz, 2012).

Además, desde mediados de la década de 1990 las crisis exhibieron un carácter más sistémico¹³. En otras palabras, los efectos de las crisis no solo se sintieron en el epicentro, sino también en el conjunto de países al que el país en cuestión pertenecía. Esto ocurrió debido a lo que se llamó efecto de contagio. Los datos disponibles en relación con el período comprendido entre enero de 1991 y enero de 2004 muestran que tanto la crisis del “tequila” (1994) como la crisis rusa (1998) afectaron a todas las economías de mercado emergentes. El aumento del riesgo asociado a este grupo de economías se refleja en el fuerte incremento del índice de bonos de mercados emergentes (EMBI) (Calvo, 2016, pág. 8)¹⁴. Hace menos tiempo, durante la crisis financiera mundial, la producción se contrajo en 91 economías (que representaban el 67% del PIB mundial) (Chen, Mrkaic y Nabar, 2019).

II. El paso de la regulación microprudencial a la macroprudencial: el enfoque predominante

Las deficiencias de las normas sobre el nivel de recursos propios, que se pusieron de manifiesto durante la crisis financiera mundial, no llevaron a los responsables de formular las políticas a descartar esta forma de concebir la regulación financiera. Más bien los convencieron de que la regulación debía centrarse en minimizar no solo el riesgo potencial de las instituciones financieras individuales, sino también el de todo el sistema financiero. En resumen, la regulación microprudencial debía complementarse con la regulación macroprudencial.

¹³ Desde 1948 hasta la actualidad, el PIB anual de los Estados Unidos se contrajo en ocho ocasiones (1949, 1954, 1958, 1974, 1975, 1982, 1991 y 2009). La contracción de 2009 (2,5%) es, con mucho, la mayor que se ha registrado en dicho país. La segunda mayor contracción se produjo en 1982 (1,8%). Las demás contracciones fueron siempre inferiores al 1,0%. En el caso de la zona del euro, los datos disponibles en relación con el período 1995-2018 indican que en el conjunto de dicha zona hubo dos contracciones: una en 2009 y otra en 2012. La de 2009, año en que la tasa de crecimiento del PIB fue del -4,5%, superó con creces la de 2012, año en que dicha tasa fue del -0,8%.

¹⁴ El índice de bonos de mercados emergentes (EMBI) es la diferencia entre la tasa de interés de los bonos denominados en dólares emitidos por los gobiernos de las economías de mercado emergentes y la tasa de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, que se consideran sin riesgo. El EMBI está basado en el comportamiento de los bonos soberanos que cada país emite en el extranjero. Cuanto menor sea la certeza de que un país cumplirá sus obligaciones, más alto será el EMBI, y viceversa. La tasa más baja que un inversor exigiría para invertir en un país concreto sería la tasa de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos más el EMBI de ese país.

El objetivo general de la regulación macroprudencial es minimizar el riesgo sistémico a fin de preservar la estabilidad del sistema financiero. El riesgo sistémico se define como el riesgo de que los servicios financieros resulten perturbados debido a la alteración de todo el sistema financiero o de algunas partes de él, riesgo que puede tener graves consecuencias negativas para la economía real (CEF/FMI/BPI, 2009, citado en FMI, 2010, pág. 56)¹⁵. Minimizar el riesgo sistémico supone impedir que se formen burbujas de activos y crédito que luego estallan, y minimizar el costo económico y social asociado a las crisis crediticias provocadas por la contracción excesiva del balance de las instituciones financieras que se enfrentan a una conmoción que las afecta a todas (Hanson, Kashyap y Stein, 2011).

Según el consenso predominante, el riesgo sistémico y, por consiguiente, la necesidad de que haya regulación macroprudencial, se justifican por la existencia de imperfecciones del mercado y, más concretamente, por las fricciones que hay en la oferta de crédito¹⁶.

De conformidad con este punto de vista, las fuerzas reales determinan la forma en que se financia la actividad, y el ahorro determina la inversión (Shin, 2010a). Dado que el alargamiento de las cadenas de intermediación, que se refleja en el aumento del número de instituciones financieras y de la variedad de estas, dificulta la relación entre las decisiones de ahorro y las de inversión, se justifica regular sobre una base macroprudencial. Así pues, la política macroprudencial consiste en hacer posible que el ahorro se canalice hacia la inversión.

La base conceptual de la regulación macroprudencial, de la que se pueden extraer medidas concretas de política, puede explicarse mediante el ejemplo de un balance en que se consolidan el activo y el pasivo de las instituciones financieras de una economía determinada (Shin, 2010a). En el cuadro III.1 se muestran el activo y el pasivo consolidados de este sistema financiero.

¹⁵ El origen del término macroprudencial se remonta a los años setenta (Clement, 2010). Las referencias públicas se remontan a mediados de los años ochenta, y el término recibió un nuevo impulso a partir de principios de la década de 2000 (Galati y Moessner, 2018 y 2013). Véase también Kaufman y Scott (2003).

¹⁶ Según Adrian y Shin (2008, pág. 13), estas fricciones se refieren al conjunto de fricciones entre principal y agente que surgen a nivel de los propios intermediarios financieros, que se traducen en restricciones que limitan las opciones del balance general y que son más o menos limitantes según las condiciones del mercado. Se puede considerar que los recortes y los coeficientes de recursos propios que se exigen y que son fundamentales para determinar el apalancamiento de los intermediarios financieros fluctúan según cómo fluctúe el carácter limitante de estas restricciones. Cuando las restricciones de los balances se hacen más limitantes, la oferta de crédito se reduce. La información asimétrica entre el prestamista y el prestatario también puede ser una fuente de fricción en la oferta de crédito (Stiglitz y Greenwald, 2003). Bernanke y Gertler (1995) ofrecen una visión general de las fricciones financieras. Fabiani y otros (2021) analizan la relación entre el canal de préstamos bancarios y las políticas macroprudenciales.

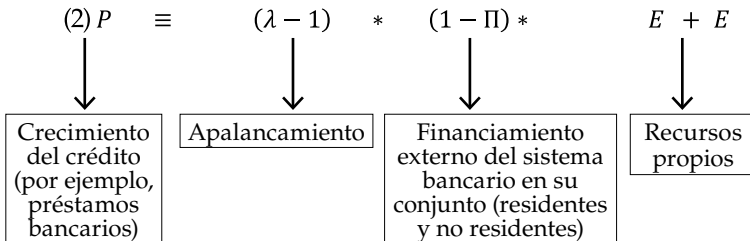
Cuadro III.1
Balance consolidado

Activo	Pasivo
Préstamos a usuarios finales (P_i)	Deuda (D_i)
✓ Hogares	✓ Agentes e instituciones no bancarios
✓ Empresas	✓ Bancos
✓ Gobierno	
Préstamos a intermediarios (P_{ij})	Capital/recursos propios (E_i)
Préstamos interbancarios	

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de H. Shin, “Financial intermediation and the post-crisis financial system”, BIS Working Papers, N° 304, Banco de Pagos Internacionales (BPI), 2010.

El activo está integrado por los préstamos a los usuarios finales, a saber, los hogares, las empresas y el gobierno (P_i). También lo integran los préstamos que el banco i concede a otras instituciones financieras, en este caso, a otros bancos globales o a otro tipo de institución financiera (P_{ij} , donde j denota otras instituciones financieras). A su vez, los préstamos del banco i a otras instituciones financieras (P_{ij}) son iguales al valor del pasivo del banco j que está en poder del banco i (D_{ji}), y a la proporción del pasivo del banco j en el pasivo total de otras instituciones financieras que está en poder del banco i (π_{ji}) (por ejemplo, interconexión). El pasivo está integrado por la deuda que emitieron otras instituciones financieras (D_i) y que está en poder del banco i , y por el capital/los recursos propios de este (E_i).

En este balance consolidado, el crecimiento del crédito se desglosa en apalancamiento (λ) financiamiento externo del sistema bancario (en otras palabras, depósitos) $(1 - \Pi)$ (donde Π representa la interconexión), y recursos propios (E). El apalancamiento se define como el cociente entre el activo y los recursos propios, es decir, $\lambda = \frac{A}{E}$, donde $A =$ activo y $E =$ recursos propios. El crecimiento del crédito se expresa formalmente mediante la identidad (2), que muestra cada uno de estos componentes de una forma agregada que corresponde al sistema financiero en su conjunto (véase el anexo II.A1, donde se explica en detalle cómo se obtienen las identidades).



Obsérvese que si el apalancamiento se define como el cociente entre el activo y los recursos propios ($\lambda = \frac{A}{E}$), entonces $\lambda - 1$ es igual a la relación

entre la deuda y los recursos propios (es decir, $\lambda - 1 = \frac{A}{E} - 1 = \frac{A-E}{E} = \frac{D}{E}$, donde $D =$ deuda). Si esta expresión se sustituye en la identidad (2) queda demostrado que el aumento del crédito se explica por la proporción de la deuda bancaria (las obligaciones) que se origina fuera del sistema financiero (es decir, fuera de las decisiones de ahorro), más los recursos propios. Dicho de otro modo:

$$(3) P \equiv D * (1 - \Pi) + E$$

La identidad (3) refleja el hecho de que el crédito puede expandirse de forma agregada, ya sea por medio de un mayor apalancamiento, de una mayor capitalización del sistema bancario o de un aumento del financiamiento procedente de fuentes externas al sistema financiero (es decir, de las decisiones de ahorro).

En este marco contable, las iniciativas reguladoras que se proponen dan lugar a tres tipos de intervenciones macroprudenciales. La primera categoría de intervención es regulatoria y tiene por objeto moderar el apalancamiento y hacerlo menos procíclico. En ella se establecen límites al aumento del apalancamiento, requisitos de recursos propios que tienen un carácter anticíclico y medidas que restringen la creación de liquidez por parte de los bancos, por ejemplo, márgenes de liquidez. El segundo tipo de intervención está destinada a aplicar regulaciones anticíclicas para moderar el grado en que fluctúa el crédito. El tercer tipo tiene por objeto reformar la estructura de mercado de las instituciones financieras con el fin de acortar la cadena de intermediación del sistema financiero, reducir la interconexión y reforzar el vínculo entre el ahorro y la inversión.

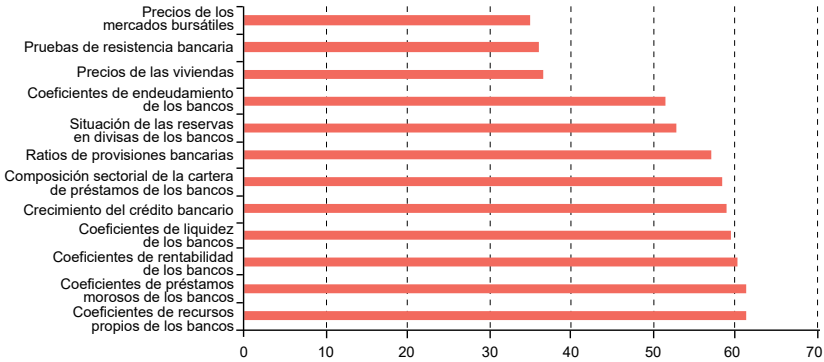
III. La regulación macroprudencial en la práctica: ¿qué revelan los datos?

De conformidad con la base conceptual anterior, la regulación macroprudencial se centra principalmente en las instituciones financieras, en particular en los bancos, y se ignora el hecho de que otros sectores de la economía, como las empresas no financieras, también son una fuente de fragilidad e inestabilidad financieras¹⁷. La regulación macroprudencial consiste en una amplia variedad de instrumentos que inciden en los incentivos que tienen las instituciones bancarias y en las restricciones a las

¹⁷ Hay tres iniciativas que son un ejemplo de la aplicación del marco conceptual que se detalla en la sección II: Basilea III (2010); el diseño de una metodología para clasificar y supervisar a los bancos que se consideran de importancia sistémica, y la Ley Dodd-Frank de reforma de Wall Street y protección del consumidor en los Estados Unidos (2010). Véanse Acharya (2012), BPI (2019), Tarullo (2009) y CEF (2021 y 2019). Véase también CEF (2007). Hay una clara diferencia entre la regulación macroprudencial y el modo en que Minsky concibe la inestabilidad financiera, ya que este último considera que todos los sectores económicos (incluidos los hogares cuando son propietarios de viviendas) son una fuente de fragilidad financiera. Véase Minsky (1986 y 1982).

que estas se enfrentan¹⁸. Entre esos instrumentos hay herramientas de capital (por ejemplo, colchones anticíclicos de capital), así como herramientas que se relacionan con el activo (por ejemplo, ratios préstamo/valor) y con el pasivo (por ejemplo, gravámenes) (Shin, 2016, pág. 100). Los datos disponibles indican que el banco central, o el organismo supervisor, es responsable de la política macroprudencial. Dicha política se basa en una serie de indicadores que permiten evaluar la existencia de riesgo sistémico (véase el gráfico III.2). Los indicadores se refieren, en su mayor parte, al sistema bancario, lo que refleja la presunción de que la inestabilidad financiera se origina únicamente en el sistema financiero. La existencia de riesgo sistémico se mide sobre la base de una serie de indicadores diferentes¹⁹.

Gráfico III.2
Factores que se toman en cuenta al evaluar el riesgo sistémico, 2019^a
(En porcentajes del total)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Banco Mundial, Bank Regulation and Supervision Survey, 2021 [base de datos en línea] <https://datacatalog.worldbank.org/search/dataset/0038632>.

^a Los datos se basan en una encuesta sobre regulación financiera realizada por el Banco Mundial, en la que participaron 161 países.

En la práctica, sin embargo, la política macroprudencial es complicada. Por un lado, no hay acuerdo sobre cuál es el significado preciso de estabilidad financiera, y tampoco hay una definición consensuada de los términos. Esta política puede implicar la supervisión tanto microprudencial como macroprudencial, así como la resolución o la gestión de las crisis. De hecho, en las leyes de los bancos centrales se emplean una variedad de términos para referirse a la estabilidad financiera, lo que incide en la función supervisora o reguladora que dichos bancos desempeñan (véase el cuadro III.2)²⁰.

¹⁸ Véase, por ejemplo, Stiglitz y Greenwald (2003, págs. 208-233). Los autores llaman *portfolio approach* (enfoque diversificado) a esta forma de abordar la regulación financiera.

¹⁹ Véase también Alam y otros (2019).

²⁰ Véase una evaluación comparativa de las políticas macroprudenciales en Bruno, Shim y Shin (2015).

Cuadro III.2
Concepción de estabilidad financiera en el mandato de los bancos centrales
de algunos países seleccionados, 2017

Objetivo	País
Estabilidad del sistema financiero/ estabilidad financiera	Bahamas, Botswana, Chile, Unión Económica y Monetaria (UEM) y estados miembros, Irlanda, Kosovo, Mauritania, Mauricio, México, Montenegro (ley del banco central), Myanmar, Papua Nueva Guinea, Paraguay, San Marino, Serbia, Islas Salomón, Sri Lanka, Tonga (Constitución), Túnez, Reino Unido, Etiopía, Namibia, Seychelles, Uruguay, Gambia, Georgia, Israel, Japón, Kazajistán, Nueva Zelanda, Argentina, Islandia, República de Corea, Malasia, Montenegro (Constitución), Omán, Singapur, Tonga (ley del banco central), Tailandia y Zambia
Estabilidad del sistema bancario	Armenia, Azerbaiyán, Belarús, Ucrania, Turkmenistán y Albania
Sistema financiero estable o competitivo basado en el mercado	Afganistán, Iraq, Macedonia del Norte, República de Moldova y Yemen
Confianza del sector financiero	Bahrein
Liquidez y solvencia de las instituciones financieras	Brasil
Estabilidad/funcionamiento del sistema/sector bancario y financiero	Djibouti, Nepal y Qatar
Funcionamiento del sistema financiero	República Dominicana
Estructura financiera sólida	Unión Monetaria del Caribe Oriental, Malawi y Maldivas
Integridad del sistema monetario y bancario	Egipto (Constitución)
Solidez del sistema bancario	Egipto (ley del banco central) y Sudán
Sistemas bancarios y de crédito (en plural)	Ghana
Estabilidad del sistema de intermediarios financieros	Hungría

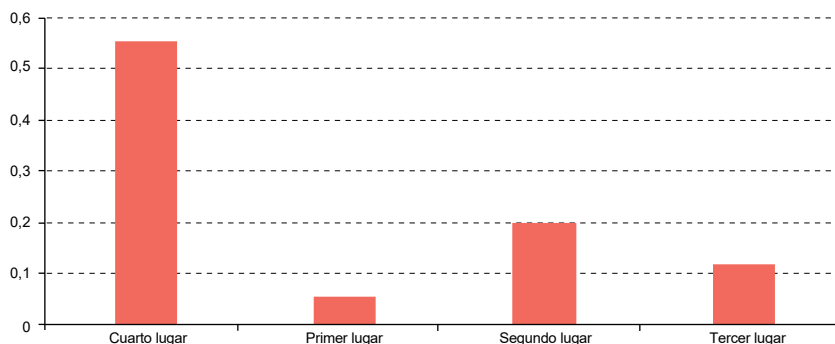
Fuente: Elaboración propia, sobre la base de A. Kahn, "Central bank legal frameworks in the aftermath of the global financial crisis", *Working Paper*, N° 17/101, Fondo Monetario Internacional (FMI), 2017.

Además, el instrumento más importante que los supervisores de la banca utilizan son los requisitos de recursos propios con carácter anticíclico, lo que indica que la regulación financiera se sigue llevando a cabo a nivel micro. En una encuesta sobre regulación financiera que el Banco Mundial llevó a cabo hace poco en 161 países del mundo, solo en 6% de ellos se indicó que la política macroprudencial era la actividad más importante en la supervisión bancaria (véase el gráfico III.3)²¹.

²¹ Entre las economías que participaron en la encuesta se encuentran las que se indican a continuación. En Asia: Bangladesh, China, Hong Kong (China), China, Indonesia, República de Corea, Pakistán, Filipinas, Singapur, Malasia, Sri Lanka, Tailandia, Viet Nam e India, a las que se suma la Provincia China de Taiwán. En América Latina y el Caribe: Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Trinidad y Tabago, El Salvador, Belice, Guatemala, Honduras, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Colombia. En el Grupo de los Siete: Japón, Canadá, Francia, Alemania, Reino Unido, Estados Unidos e Italia. En África: Sudáfrica, Nigeria, Togo, Rwanda, Tonga, Marruecos, Kenya, Ghana, Angola, Túnez, Lesotho, Liberia, Senegal, Uganda, Madagascar, Malawi, Malí y Congo.

Entre las pocas economías de mercado emergentes en que la política macroprudencial se considera un pilar central de la regulación bancaria se encuentran Angola, China, Bangladesh, Ucrania y la Provincia China de Taiwán, además de algunas islas pequeñas (Curaçao, Macao (China), Islas Marshall y Vanuatu). Por otro lado, el 55% de los encuestados indicaron que las políticas macroprudenciales eran la actividad menos importante.

Gráfico III.3
Importancia de la supervisión macroprudencial en el marco de la supervisión bancaria según una encuesta del Banco Mundial, 2021
 (En decimales que representan la proporción del total de encuestados)^a



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Banco Mundial, Bank Regulation and Supervision Survey, 2021 [base de datos en línea] <https://datacatalog.worldbank.org/search/dataset/0038632>.

^a El primer lugar equivale al más importante y el cuarto lugar al menos importante.

El hecho de que a la actividad macroprudencial se le asigne una importancia escasa indica que la supervisión bancaria sigue centrándose sobre todo en la supervisión microprudencial (véase el gráfico III.4)²².

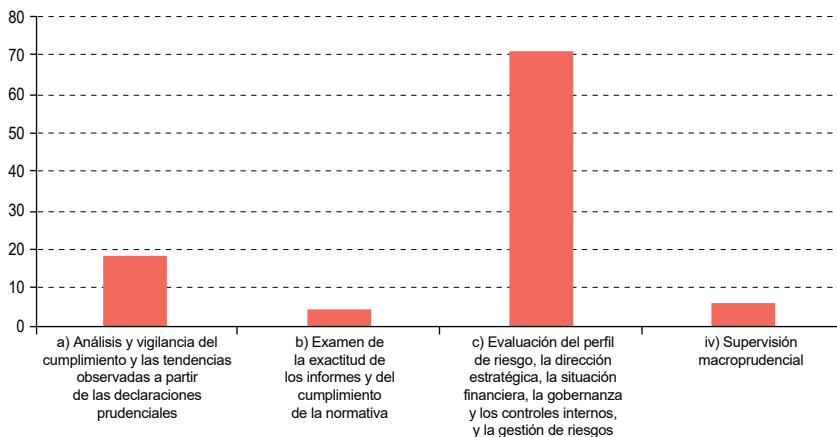
No obstante, hay diferencias regionales que vale la pena destacar. Los países del Grupo de los Siete (G7) señalan de forma unánime que la supervisión macroprudencial es la actividad menos importante en lo que atañe a la supervisión bancaria. En el caso de África, América Latina y el Caribe, y Asia, el 61%, el 47% y el 36% de los encuestados, respectivamente, creen que la actividad macroprudencial es la menos importante en lo que respecta a dicha supervisión. Las diferencias regionales se explican quizás por el hecho de que tanto América Latina como Asia son regiones con antecedentes de crisis financieras y bancarias, y por eso allí se reconoce la importancia de la regulación macroprudencial.

²² Las medidas en cuestión son diferentes de las “medidas microprudenciales” que se adoptan con referencia a ajustes que reducen el riesgo de quiebra de las instituciones individuales. En lo que respecta a la banca, el FMI define las medidas microprudenciales como aquellas que están dirigidas a las respuestas de los bancos individuales frente a los riesgos exógenos, y que no incorporan el riesgo endógeno y la interconexión con el resto del sistema (Osirński, Seal y Hoogduin, 2013, pág. 6).

Gráfico III.4

Actividad más importante para la supervisión bancaria según una encuesta del Banco Mundial, 2021

(En porcentajes del total de encuestados)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Banco Mundial, Bank Regulation and Supervision Survey, 2021 [base de datos en línea] <https://datacatalog.worldbank.org/search/dataset/0038632>.

Estos resultados son coherentes con un análisis más detallado que se hizo a nivel regional (véase el gráfico III.5), en que se muestra que la herramienta más importante que se ha usado en el G7 para gestionar el ciclo económico son los requisitos de recursos propios con carácter anticíclico, que en su mayoría son una herramienta microprudencial. En el caso de las regiones en desarrollo, Asia aparece como la región en que, en promedio, se ha adoptado un mayor conjunto de medidas. Según los datos, en el 55% de los países de la región se ha informado que se aplican restricciones a los prestatarios, los instrumentos y la actividad, en un 50% se ha informado que se aplican restricciones temporales sobre los dividendos y las bonificaciones, y en un 44% también se dispone de ratios préstamos/valor que tienen carácter anticíclico. En menor medida, en los países asiáticos también se aplican requisitos de recursos propios con carácter anticíclico (32%), restricciones al balance del sector financiero (20%) y requisitos de provisiones con carácter anticíclico (22%). Después de la crisis financiera mundial, en la República de Corea también se aplicaron restricciones a las posiciones de los bancos relativas a los derivados en divisas, que fueron el principal motor del enorme efecto de contagio asociado a dicha crisis.

En América Latina, el conjunto de herramientas más frecuente está constituido por los requisitos de provisiones con carácter anticíclico, que se refieren a la cantidad concreta que los bancos deben reservar por encima de los requisitos de provisiones obligatorios en épocas

de bonanza: el 45% de todos los encuestados declararon aplicar esos requisitos. Esa proporción es dos veces superior al promedio de la muestra, que es del 21%. Asimismo, el 25% de los supervisores de América Latina y el Caribe informan que aplican restricciones a los préstamos denominados en moneda extranjera. Esa proporción es muy superior al promedio de la muestra, que es del 16%. A nivel nacional, en el Brasil también se aplicó un límite a las posiciones en divisas de los bancos en el mercado al contado. En el caso de África, el instrumento más utilizado es la restricción de los préstamos en moneda extranjera.

El nivel de interconexión como fuente de inestabilidad financiera y vulnerabilidad del sector bancario es una preocupación importante para los países desarrollados y los supervisores asiáticos. En el gráfico III.6 se muestra el porcentaje de supervisores que vigilan la interconexión entre los bancos y los intermediarios no bancarios (por ejemplo, los fondos de cobertura, los fondos mutuos de inversión del mercado de dinero o, en general, los bancos paralelos). Todos los países del G7 se centran en esta cuestión, así como la gran mayoría de los supervisores de Asia (90%). La vigilancia de la interconexión disminuye considerablemente en África (50%) y en América Latina y el Caribe (40%). Esto es preocupante en el caso de América Latina y el Caribe, ya que es una región que se caracteriza por una creciente concentración bancaria, por una gran presencia de bancos extranjeros y por el hecho de que los conglomerados financieros son importantes.

América Latina y el Caribe es la única región del mundo en desarrollo donde los niveles de concentración aumentaron entre 1996 y 2017. Los activos de los tres mayores bancos pasaron de representar el 63,8% en promedio de los activos de todos los bancos comerciales en el período 1996-2000 a representar el 70,3% en promedio en el período 2010-2017. La concentración bancaria ha ido acompañada de una creciente presencia de bancos extranjeros en la región, que representan una gran parte de los activos del sistema bancario comercial: poseen más del 50% del total de los activos bancarios en el caso de El Salvador (100%), el Uruguay (92%), México (70%), Honduras (53%), el Paraguay (51%) y el Perú (51%), y entre el 25% y el 33% del total de los activos en el caso de Costa Rica (26%), Guatemala (30%) y Chile (33%). Esto hace que el sistema bancario sea muy vulnerable a las alteraciones del ciclo financiero mundial (Pérez Caldentey y Vernengo, 2021).

El sector financiero no solo se ha concentrado más, sino que también ha adquirido una importancia creciente en la economía en cuanto al poder y el control que ejerce sobre el sector real y sobre las actividades no relacionadas con la intermediación. Con el tiempo, el sector financiero se ha diversificado y ha pasado a abarcar actividades como los seguros, los mercados de capitales y los fondos de pensiones. En algunos países,

los bancos funcionan como parte de conglomerados financieros más grandes, algo que se observa sobre todo en los bancos más importantes. Un conglomerado financiero se define como un grupo de sociedades que se encuentra bajo el mismo control o influencia dominante, por ejemplo, una sociedad financiera de cartera, y que lleva a cabo actividades financieras sustanciales en al menos dos de los siguientes sectores regulados: la banca, los valores y los seguros (BPI, 2012a). Obsérvese que un conglomerado financiero, además de realizar actividades en el ámbito de los valores, los seguros o las pensiones, también puede participar en actividades del sector real. Los conglomerados financieros participan en una serie de actividades diversas, como la agricultura, el comercio, la energía, la fabricación, la minería, el comercio minorista y las telecomunicaciones²³.

En las siguientes secciones se presentan datos sobre la aplicación de políticas macroprudenciales en 15 países situados en tres regiones en desarrollo: África (Etiopía, Ghana, Kenya, Nigeria, Sudáfrica y Zambia), Asia y el Pacífico (India, Indonesia, Malasia y Tailandia), y América Latina (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú)²⁴. En cada una de las secciones se describen el contexto y los antecedentes que explican los motivos que justifican el uso de las políticas macroprudenciales y la aplicación de estas, así como los aprendizajes que se extraen. Cuando corresponde, en las secciones también se hace referencia a las políticas macroprudenciales que se aplicaron en el marco del COVID19. Los datos de la mayoría de los estudios de caso nacionales que se presentan abarcan desde principios de la década de 2000 hasta la última aplicación de políticas macroprudenciales sobre la que hay información disponible.

²³ Chile, una de las economías más abiertas y liberalizadas de América Latina y el Caribe desde el punto de vista financiero, es un ejemplo de esta tendencia. En dicho país, la existencia de conglomerados financieros tiene consecuencias importantes en el modo en que los bancos funcionan en la práctica. Por ley, los bancos no pueden realizar actividades que no estén directamente relacionadas con la intermediación financiera (véase la Ley de Mercado de Valores núm. 18045 y SVS, 2016). Sin embargo, debido a que la mayoría de los bancos pertenecen a conglomerados financieros y funcionan como parte de estos, la limitación de las actividades bancarias es de naturaleza más bien formal. Según la OCDE, los bancos funcionan como parte de conglomerados más grandes en los que el propio banco está controlado por una sociedad de cartera que también controla una serie de otras sociedades del grupo, entre las que puede haber empresas de valores, compañías de seguros, o administradoras de fondos y pensiones. Sin embargo, el propio banco puede ser propietario de una sociedad de corretaje, que a su vez haga ventas cruzadas de los productos de las demás sociedades del grupo. En muchos casos parece que la separación de las distintas actividades tiene un carácter más formal que funcional (OCDE, 2011, pág. 21). Véase Pérez Caldentey y Vernengo (2021).

²⁴ Las secciones IV a VI se basan en los documentos elaborados por Jayati Ghosh (Asia), C. P. Chandrasekhar (Asia), y Pablo Bortz y Matías Vernengo (América Latina), documentos que son parte del proyecto denominado "Response and recovery: mobilising financial resources for development in the time of COVID-19", dirigido por la Subdivisión de Deuda y Financiamiento del Desarrollo, División de Globalización y Estrategias de Desarrollo (GDS) de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).

IV. Análisis de las medidas macroprudenciales adoptadas en Asia y el Pacífico

A. Contexto, antecedentes y breve descripción de las políticas macroprudenciales

Los países en desarrollo de Asia se encuentran entre los más integrados del mundo, tanto en el comercio como en los mercados de capitales, por lo que cabía esperar que los cambios de la economía mundial los afectaran en particular. En varios de ellos, dichos cambios han agudizado y amplificado las vulnerabilidades que ya se habían acumulado en el decenio anterior debido a las políticas concretas de liberalización que se aplicaron en las últimas tres décadas.

La crisis del COVID19 ha puesto de manifiesto hasta qué punto estos países se han vuelto más susceptibles a la volatilidad de los movimientos de capital. En este contexto, es importante examinar los tipos de estrategias que han adoptado para protegerse y gestionar el impacto interno de dicha volatilidad. En la mayor parte de la región asiática se ha dejado de depender principalmente de los controles administrativos que se aplican a las operaciones de la cuenta financiera y se ha pasado a adoptar una estrategia más liberalizada; a medida que esto ha ocurrido, las medidas macroprudenciales han adquirido más importancia. Dado que es probable que en el futuro inmediato haya volatilidad y dados los retos del desarrollo a mediano plazo, es probable que estas medidas se vuelvan aún más relevantes.

El análisis se centra en cuatro economías asiáticas: India, Indonesia, Malasia y Tailandia. Se seleccionaron estos países porque su integración externa es importante tanto en el comercio como en las finanzas, y porque en las últimas tres décadas en todos se ha pasado de aplicar controles administrativos sobre los flujos de capital y las actividades financieras internas a adoptar medidas más basadas en el mercado²⁵. Además, aunque la pandemia actual los ha afectado en distinto grado, en todos ellos se sigue sintiendo el impacto de esta, a diferencia de lo que ocurre en otros países de la región (como China y Viet Nam), que al parecer se han protegido de los peores efectos y han logrado cierta recuperación. No se pretende ofrecer una lista exhaustiva de todas las medidas macroprudenciales que se adoptaron en estas economías durante este período²⁶. La idea es más bien considerar los objetivos de algunas de esas políticas y examinar el grado en que estos se cumplieron.

²⁵ Para obtener información sobre el caso de Tailandia, véase Jongwanich y Kohpaiboon (2012).

²⁶ En el estudio se consideran las medidas macroprudenciales que se describen en la base de datos AREAER del FMI, así como en la base de datos más reciente denominada Integrated Macropudential Policy (iMaPP) Database del FMI, que se describe en Alam y otros (2019).

En los cuatro países se han observado tendencias divergentes con respecto a las entradas netas de capital, lo que a su vez ha repercutido en el tipo de política necesaria. En la sección anterior se mostró que en los cuatro países ha habido tasas muy altas de entradas de capital bruto, que aumentaron en la década de 2010 cuando la expansión monetaria y las tasas bajas de interés de las economías avanzadas beneficiaron al capital móvil transnacional, que se dirigió a otras zonas que ofrecían un mayor rendimiento. En todos estos países, esto estuvo asociado con pérdidas elevadas y crecientes derivadas del hecho de que las tasas de rendimiento de los pasivos y los activos extranjeros eran diferentes. Sin embargo, solo en dos de estos países se recibieron entradas netas de capital importantes durante una parte de este período: la India, a partir de 2007, e Indonesia, después de 2011. En Malasia y Tailandia, por el contrario, donde la cuenta corriente es superavitaria, se recibieron grandes entradas brutas, pero también se registraron salidas muy importantes, ya que en ocasiones esos países incluso fueron exportadores netos de capital.

Además, en las cifras anuales no se recoge la enorme volatilidad que se desprende de los indicadores trimestrales o mensuales, que fue particularmente pronunciada en determinados períodos, por ejemplo, de octubre a diciembre de 2008 tras la quiebra de Lehmann Brothers, y en el período de agitación financiera conocido como *taper tantrum* que tuvo lugar en los meses centrales de 2013. En algunas economías individuales también hubo una elevada volatilidad en determinados períodos debido a que la percepción de los inversores se modificó a causa de las políticas y los procesos económicos nacionales. Estas diferencias entre los países deben tenerse en cuenta al considerar algunas medidas macroprudenciales que se adoptaron en respuesta a retos concretos.

En esta sección no se consideran las medidas macroprudenciales diseñadas para contener los riesgos financieros internos, como limitar la oferta de crédito (mediante la imposición de topes a las tasas de interés de los préstamos y al apalancamiento, requisitos de reserva, límites al crecimiento del crédito y a la exposición, gravámenes a los pasivos no básicos y límites sectoriales) o regular la demanda de crédito por medio de los ratios préstamo/valor, los ratios servicio de la deuda/ingresos, y las políticas e incentivos fiscales. La atención se centra más bien en los riesgos derivados de la integración financiera con los mercados mundiales y en los intentos por mitigar o reducir dichos riesgos aplicando diversas medidas. Estas han cobrado una importancia especial en las últimas décadas, ya que muchas economías de mercado emergentes de Asia se han visto afectadas por las fuerzas económicas mundiales debido a la mayor liberalización financiera que ha tenido lugar desde los años noventa.

El análisis de las experiencias nacionales se centra en las medidas destinadas a afrontar los riesgos y amenazas que surgen de los flujos transfronterizos, concretamente la volatilidad de los flujos de capital, la volatilidad de los tipos de cambio y la vulnerabilidad de la deuda externa. En el contexto de la desregulación de los flujos de capital, en todos estos países se aplicaron diversas medidas macroprudenciales, en su mayoría impulsadas por el reconocimiento de que los préstamos en moneda extranjera llevan a que los prestatarios que no están cubiertos se vean expuestos a riesgos cambiarios, y de que, además, los flujos de capital pueden crear presiones cambiarias no deseadas en ambos sentidos. A grandes rasgos, se trata de los siguientes conjuntos de medidas:

- Límites a las posiciones en divisas, por ejemplo, a las posiciones netas o brutas en divisas y sin cobertura del riesgo de pérdidas, límites a la exposición al tipo de cambio y al financiamiento en divisas, y regulación del descalce de monedas.
- Requisitos de reserva (en moneda nacional y extranjera) con fines macroprudenciales, diferenciados por moneda.
- Medidas, como los recargos de capital y liquidez, destinadas a mitigar los riesgos de las instituciones financieras internacionales y nacionales de importancia sistémica.

B. Algunos ejemplos concretos

Entre los casos concretos que se analizaron se encuentran el intento de evitar la apreciación injustificada de la moneda en el caso de Tailandia, el tratamiento de la actividad especulativa en el mercado de derivados de Indonesia, la liberalización del control en el caso de Malasia, el uso de incentivos para gestionar los flujos de capital en el caso de la India, y el uso de los ratios préstamo/valor para dirigir el crédito en la India, Indonesia y Malasia.

En el caso de Tailandia, en 2006-2008 y 2010 el banco central respondió a la apreciación del baht aplicando diferentes medidas, entre ellas, llevar a cabo operaciones de mercado abierto para estabilizar el valor externo de la moneda, permitir que hubiera más salidas de capital, e intentar frenar algunas entradas de capitales especulativos o arbitraje entre monedas que estaban más basadas en la especulación y tenían por objeto aprovechar las diferencias entre las tasas de interés. Cuando el tipo de cambio incide en las posiciones del balance de los agentes económicos, puede considerarse una política macroprudencial. Entre esas medidas se encontraba la limitación de los saldos diarios pendientes en baht de los no residentes, la prohibición de las operaciones de préstamo o venta de baht a no residentes sin pruebas de que hubiera una operación comercial o una inversión que las explicara, y la imposición de períodos de tenencia de al menos tres meses.

En 2001, el banco central de Indonesia prohibió a los bancos del país transferir rupias a los no residentes y subrayó que no se permitiría ninguna transferencia que no estuviera respaldada por operaciones reales subyacentes realizadas dentro de la economía indonesia. Además, se impusieron restricciones a las operaciones con derivados que no estuvieran respaldadas por operaciones reales subyacentes, y el límite máximo de las operaciones con derivados que supusieran que los bancos nacionales vendieran divisas a los no residentes se redujo de 5 a 3 millones de dólares. Se trataba de impedir que se emplearan estas vías para especular con la rupia²⁷.

En 2004, durante un período en que las entradas de crédito comercial externo y de inversión directa aumentaron de forma repentina, el banco central de Indonesia introdujo nuevas regulaciones prudenciales que se aplicaban a las posiciones en divisas sin cobertura del riesgo de pérdidas pertenecientes a los bancos comerciales, regulaciones que restringieron la capacidad de estos para especular en el mercado de las permutas financieras (Sengupta y Gupta, 2015). Además, a las cuentas de depósito bancarias en rupias y en divisas se les aplicaron mayores requisitos de reserva y, a principios de 2005, se impuso un límite a los préstamos a corto plazo de los bancos, que no podían superar el 20% de los recursos propios de estos. Sin embargo, a mediados de 2005 se produjo una repentina salida de capitales, lo que constituyó una señal de que estas regulaciones no habían sido suficientes para evitar la volatilidad y la escasez de divisas. Como resultado, a partir de mediados de julio de 2005 se impusieron nuevas medidas (Titihew y Atje, 2008). Se impuso un límite de 1 millón de dólares a las operaciones con derivados de divisas contra la rupia y se estableció un límite similar a las compras de dólares destinadas a las operaciones a término y las permutas financieras. También se fijó un período mínimo de cobertura de la inversión que ascendía a 3 meses en el caso de las operaciones con divisas. Esto tuvo un impacto inmediato: el volumen de las operaciones de permuta financiera se redujo a la mitad entre el primer y el segundo semestre de 2005. Sin embargo, esto siguió siendo insuficiente para frenar el flujo de capitales hacia el exterior, por lo que en agosto fue necesario adoptar nuevas medidas. Se aumentaron las reservas obligatorias de los bancos; se regularon aún más las operaciones con derivados y permutas financieras de cobertura, y se limitó el riesgo cambiario de los bancos aplicando un límite del 20% tanto a la posición abierta neta del balance como a la posición abierta neta global. También se incrementó la participación en el acuerdo bilateral de canje (que surgió de la Iniciativa de Chiang Mai de 2000).

²⁷ Los contratos de derivados son un elemento importante a la hora de entender la crisis financiera asiática. Véase Kregel (1998).

Tras la adopción formal de un régimen de política monetaria con fijación de objetivos de inflación en 2009, el banco central de Indonesia había permitido a los bancos comerciales fijar libremente sus tipos de cambio y las comisiones que aplicaban a las operaciones con los clientes, aunque cuando las operaciones superaban un umbral definido se debían verificar los documentos que las justificaban. Las entidades no bancarias (sobre todo las casas de cambio) estaban autorizadas a realizar actividades de cambio de moneda comprando y vendiendo divisas (billetes) y comprando cheques de viajero, pero se les prohibía realizar transferencias de fondos o remesas de dinero. Sin embargo, todas las operaciones con divisas debían liquidarse en su totalidad. En enero de 2011, el banco central de Indonesia revocó el servicio que proporcionaba liquidez en divisas a las empresas nacionales mediante la realización de operaciones al contado a través de los bancos comerciales en relación con actividades económicas llevadas a cabo en el país. Sin embargo, la caída de la rupia continuó, y se acentuó durante el *taper tantrum* de 2013, cuando el tipo de cambio de la rupia respecto al dólar se depreció en casi un cuarto de su valor entre el segundo y el cuarto trimestre de 2013. A finales de 2015, el umbral de 100.000 dólares al mes por encima del cual se debía demostrar que había una operación subyacente que respaldara la compra de divisas al contado se redujo a 25.000 dólares o su equivalente al mes. Todas las operaciones a término debían estar respaldadas por documentos que demostraran la existencia de una operación subyacente.

Se impusieron límites a las posiciones abiertas netas de los bancos, y también se estableció un límite máximo en relación con los préstamos a corto plazo que los bancos podían obtener en el extranjero, límite que ascendía al 25% de sus recursos propios. Los bancos que desearan obtener préstamos en el extranjero que tuvieran un vencimiento superior a un año debían solicitar la autorización del banco central de Indonesia. Dado que gran parte de la preocupación provenía de las empresas no financieras, en 2014 el banco antemencionado emitió una nueva norma que las obligaba a cumplir los siguientes requisitos: i) un coeficiente mínimo de cobertura cambiaría equivalente a un 25% de su deuda externa neta con vencimiento a tres y seis meses; ii) un coeficiente mínimo de liquidez (con inclusión de los activos externos corrientes comprendidos en el coeficiente de cobertura) equivalente a un 50% de su deuda externa neta con vencimiento a tres y seis meses, y iii) una calificación crediticia mínima de un escalón por debajo del grado de inversión (Warjiyo, 2021).

En Malasia se pidió a las instituciones financieras nacionales que mantuvieran colchones anticíclicos de capital para reducir la vulnerabilidad ante las inestabilidades y las crisis mundiales. Aunque gracias a estas medidas probablemente se redujeron en cierta medida los movimientos extremos en estos mercados de activos, con ellas no se logró resolver el problema más fundamental de las salidas netas de capital que las medidas de liberalización de la década anterior habían posibilitado.

C. Aprendizajes

La incapacidad mundial para frenar las finanzas, incluso en el contexto de una pandemia sin precedentes, ha tenido consecuencias desafortunadas para los países en desarrollo. Estas consecuencias se extienden incluso a los mercados emergentes que actualmente no se enfrentan a problemas como la deuda externa impagable y siguen recibiendo importantes entradas de capital. Los países asiáticos que se consideran en el presente son ejemplos claros de las limitaciones que los flujos de capital irrestrictos suponen para la estabilidad económica y financiera nacional y para las posibilidades de recuperación económica.

En los países que no están limitados por los problemas de la deuda soberana y las condicionalidades del FMI, la posibilidad de que los capitales se fuguen desempeña un papel importante porque constituye un obstáculo a la hora de adoptar medidas fiscales enérgicas destinadas a promover la recuperación económica. Hoy en día, los mercados emergentes asiáticos están integrados en los mercados mundiales de capitales en tal grado que dependen totalmente de los caprichos de los inversores mundiales (que a su vez se ven afectados por las políticas monetarias y fiscales de las economías avanzadas), y se enfrentan a cambios masivos en el volumen de capital que entra y sale del país. En marzo de 2020 se produjo una importante fuga de capitales de los mercados emergentes, entre ellos los asiáticos, pero después de eso hubo una recuperación y un nuevo aumento a partir de finales de 2020. Hoy en día, la probabilidad de que haya una expansión importante en los Estados Unidos y la posibilidad de que haya un endurecimiento monetario en un futuro próximo podrían provocar otra gran salida. Además, hay otras preocupaciones que probablemente se harán más evidentes durante la crisis mundial actual inducida por la pandemia. De Bock y otros (2020) han utilizado una metodología de flujos de capital en riesgo para demostrar que los cambios de las condiciones financieras mundiales suelen incidir más en los flujos de cartera en las épocas de expansión y contracción que en las épocas normales. Por desgracia, el hecho de que los fundamentos nacionales sean sólidos solo contribuye a mitigar las salidas. Esto significa que el hecho de que las perspectivas de crecimiento de los mercados emergentes sean más débiles debido al COVID19 probablemente lleve a que disminuya la demanda de activos denominados en moneda nacional, mientras que las condiciones financieras mundiales y la recuperación más sólida y rápida de las economías avanzadas llevarán a que aumente la demanda de activos denominados en moneda fuerte.

A partir de este breve examen de las medidas macroprudenciales que se han adoptado en varios mercados emergentes asiáticos se desprende que, si bien esas medidas son ciertamente necesarias, en general son inadecuadas para hacer frente al problema tan importante que se acaba de mencionar. No cabe duda de que las estrategias que suponen utilizar

varios instrumentos macroprudenciales en que se consideran los riesgos posibles y sistémicos son superiores a la estrategia convencional que solían utilizar los bancos centrales de todo el mundo, en la que se fijaban objetivos de inflación. Pero prevenir las crisis extremas y tratar de reducir la inestabilidad, la volatilidad y el riesgo cambiario no son las únicas tareas de los bancos centrales ni de las políticas monetarias y financieras en general. Se necesita mucho más, especialmente en los países en desarrollo, sobre todo a fin de garantizar que haya financiamiento disponible para fomentar el desarrollo, para ayudar a que la política fiscal permita hacer frente a las conmociones y los ciclos económicos, y para hacer frente al cambio climático y mitigarlo.

En esencia, las medidas macroprudenciales no pueden resolver las contradicciones que las cuentas financieras abiertas crean en las economías de mercado emergentes. Pueden reducir la fragilidad sistémica del sector financiero en determinados contextos, y posiblemente evitar que se formen burbujas especulativas en sectores como el inmobiliario durante algunos períodos. Pero incluso estas repercusiones son limitadas, como se analiza a continuación. Además, no pueden ofrecer una vía de escape a la necesidad de acumular reservas de divisas para contar con un seguro propio que es excesivo y demasiado oneroso; no pueden evitar que en la economía se produzcan pérdidas significativas debido a las tasas diferenciales de rendimiento de los activos y los pasivos externos²⁸; no pueden garantizar que las entradas brutas se traduzcan en entradas netas de capital; no pueden garantizar que las entradas netas conlleven un aumento de la inversión interna; no pueden lograr que haya inversión nacional en los sectores deseados, y no pueden reducir el miedo a la respuesta de los mercados financieros, que limita la capacidad de los gobiernos para aplicar medidas fiscales adecuadas a fin de promover la recuperación económica, ni siquiera en las fases descendentes inducidas por la crisis. Además, en períodos de crisis graves las medidas macroprudenciales son, en el mejor de los casos, reactivas en cuanto a la mitigación de los daños en los mercados financieros nacionales, y a menudo tampoco pueden evitarlos. Todos estos resultados se han hecho aún más evidentes durante la pandemia de COVID19. En consecuencia, las medidas macroprudenciales son sustitutos relativamente malos de los controles más directos sobre la propiedad de los activos financieros nacionales y extranjeros, y de las normas que rigen la naturaleza y el alcance de los flujos de capital en los países en desarrollo (CEPAL, 2021b).

²⁸ Mantener reservas es muy caro, porque estas suelen adoptar la forma de activos de baja rentabilidad y valores seguros, como las Letras del Tesoro de los Estados Unidos, que proporcionan tasas de interés muy bajas y decrecientes. Esto se suma al problema más general de las considerables transferencias de riqueza entre las economías emergentes y las avanzadas; esta política de acumulación de reservas también ha dado lugar a importantes transferencias de ingresos en vista de los diferenciales negativos de rendimiento entre los activos y los pasivos externos brutos (Akyüz, 2021).

Esto se explica por varios motivos. Para empezar, los agentes privados de los mercados financieros suelen diseñar estrategias nuevas para eludir determinadas normas, o utilizar otros instrumentos y productos financieros diferentes que han quedado fuera del marco regulatorio. Dado que hoy en día en los mercados emergentes hay sistemas financieros bastante complejos, con varios tipos de titulares residentes y no residentes de diferentes activos financieros, la regulación se complica aún más. Muchas instituciones financieras no bancarias ahora son agentes activos que participan en los flujos de capital transfronterizos, pero que pueden eludir las regulaciones que se imponen a los bancos. Mientras tanto, los gobiernos siguen sintiéndose constreñidos por la posibilidad de que los capitales se fuguen y de que las agencias internacionales de calificación crediticia les rebajen la calificación, por lo que reducen su propio gasto a pesar de que la economía interna se derrumbe y la población tenga necesidades urgentes. Por ello, Erten, Korinek y Ocampo (2020) afirman que es de suma importancia que en las economías emergentes y en desarrollo se pueda acceder a los controles de capital como parte del conjunto de medidas de política disponibles para contrarrestar las externalidades generadas por los flujos internacionales de capital, tanto a fin de mantener la estabilidad financiera como a los efectos de que haya un espacio de políticas amplio que permita gestionar la demanda agregada²⁹.

En este contexto, es imperativo que en los países en desarrollo de Asia se aproveche la experiencia para diseñar nuevas formas de medidas macroprudenciales que se adecuen mejor a la situación contemporánea y que les permitan preservar cierto grado de estabilidad financiera, reducir la vulnerabilidad financiera y aplicar políticas internas encaminadas a que la producción y el empleo se recuperen. Esta necesidad es aún más acuciante debido a los nuevos retos que plantea el cambio climático y a la exigencia inevitable de incurrir en un gasto público enorme con el fin de mitigarlo y adaptarse. Por lo tanto, dado que no hay instituciones mundiales que permitan frenar el capital, es esencial que los gobiernos de las economías de mercado emergentes adopten una táctica más directa y práctica para gestionar los flujos de capital y limitar los posibles efectos perjudiciales o restrictivos sobre la política económica y la estabilidad financiera nacional. Los gobiernos de toda la región deben analizar con más claridad la experiencia anterior y las condiciones actuales para evaluar las estrategias que realmente han funcionado en el pasado y llevar a cabo las reformas necesarias en los modelos de propiedad y las estructuras reguladoras de los mercados financieros.

²⁹ En Fernández y otros (2016) se proporciona un conjunto de datos sobre los controles de capital.

V. Análisis de las medidas macroprudenciales adoptadas en África

A. Contexto, antecedentes y breve descripción de las políticas macroprudenciales

En esta sección se analiza el tipo de medidas macroprudenciales que se adoptaron en los países africanos para hacer frente a la fragilidad sistémica provocada por la inestabilidad externa que surge como consecuencia de la creciente integración mundial. Las medidas macroprudenciales ganaron adeptos tras la crisis financiera mundial de 2008 como una forma de intervención regulatoria destinada a evitar que se acumule un riesgo sistémico excesivo que perturbe el sistema financiero y perjudique la economía real (Agenor, 2016). La pandemia de COVID19 aumentó el riesgo sistémico en África porque agravó las vulnerabilidades preexistentes. Dado que muchas de estas vulnerabilidades ya existían antes de la pandemia, es de esperar que antes de ella los gobiernos y los reguladores ya hubieran puesto en marcha medidas destinadas a mitigar ese riesgo. Entre esas medidas se encuentran las macroprudenciales, cuyo objeto específico es limitar la acumulación de riesgos sistémicos derivados de las exposiciones externas o garantizar la resiliencia frente a las conmociones externas. El propósito de esta sección es determinar qué medidas macroprudenciales se adoptaron en el período 2000-2020 en un conjunto de países del África Subsahariana (Etiopía, Ghana, Kenya, Nigeria, Sudáfrica y Zambia), y evaluar, en la medida de lo posible dado el corto período de tiempo, su eficacia en la época de la pandemia de COVID19.

En la mayoría de las economías subsaharianas, los ingresos de exportación dependen de los productos básicos primarios; en algunas de ellas también se tiene la fortuna de contar con acceso a reservas de petróleo y gas y a metales preciosos, sobre todo oro. En un informe que la UNCTAD elaboró en 2019, que se titula *The State of Commodity Dependence 2019*, se halló que nueve de cada diez países del África Subsahariana dependían de los productos básicos, y que esto contrastaba con lo que ocurría en Oriente Medio y el Norte de África, donde esa proporción descendía a dos tercios, y en América Latina y el Caribe, y Asia Oriental y el Pacífico, donde la proporción descendía a la mitad (UNCTAD, 2019, pág. 3). Se considera que un país depende de los productos básicos si estos representan más del 60% del valor de todas las exportaciones de mercancías. Entre los países seleccionados para el presente estudio, Sudáfrica es el único que no pertenece a esa categoría (Gelb y Black, 2004).

Además, el grado de diversificación de la cesta de productos básicos de exportación y del destino de las exportaciones es bajo. Etiopía y Kenya dependen más que nada de las exportaciones agrícolas. Los principales

productos de exportación de Etiopía son el café (28,7%), las semillas oleaginosas (14,5%), el khat (*Catha edulis*, un estimulante psicoactivo) (11,4%), las legumbres (10,2%) y las flores cortadas (9,6%), y los principales productos de exportación de Kenya son el té, las flores cortadas y el follaje, y el café. En Ghana y Zambia se depende sobre todo de las exportaciones de minerales, menas y metales, y en Nigeria, de las exportaciones de combustible (Asante-Poku y Van Huellen, 2012).

Dada esta dependencia abrumadora respecto de las exportaciones de unos pocos productos primarios cuya demanda y precios internacionales son volátiles, la cuenta comercial y la cuenta corriente de la balanza de pagos de estos países son vías a través de las cuales las perturbaciones podrían transmitirse a la economía nacional y desencadenar dificultades sistémicas.

La dependencia respecto de los productos básicos se asocia invariablemente con una dependencia sustancial y sostenida respecto de los flujos de capital. En los períodos en que los precios de los productos básicos bajan o suben, hay una tendencia singular a depender más del capital extranjero. Cuando los precios suben y la capacidad de afrontar los pasivos externos mejora, en muchos países se recurre a los préstamos en el exterior o a la inversión extranjera directa para desarrollar los sectores exportadores de productos básicos, lo que da lugar a salidas de divisas para financiar el pago de los ingresos primarios, como el servicio de la deuda (pago de intereses y amortización), los honorarios técnicos, las regalías, los beneficios y la repatriación de dividendos. Por lo tanto, aunque la cuenta comercial sea relativamente resiliente, el déficit en cuenta corriente puede ser grande debido a las salidas relacionadas con estos pagos. Cuando los precios de los productos básicos bajan, la cuenta corriente se debilita, lo que anima a los países a pedir préstamos en el extranjero para financiar la factura de importación y mantener la actividad económica. En consecuencia, la dependencia respecto de los productos básicos intensifica la vulnerabilidad de la balanza de pagos.

Dada la vulnerabilidad externa estructural y la posibilidad de que se produzcan efectos sistémicos adversos, en la mayoría de los países africanos se han adoptado diferentes medidas para regular las entradas de capital. Entre esas medidas se encuentran la gestión de los flujos de capital, la gestión de los tipos de cambio y el tratamiento de la transmisión del riesgo (CEPAL, 2021b)

B. Algunos ejemplos concretos

La pandemia de COVID19 agravó las vulnerabilidades externas de los países africanos y provocó una importante depreciación de los tipos de cambio, así como dificultades para afrontar la deuda, sobre todo en los siguientes casos: Ghana, donde el 48% de la deuda venció en 2020 y fue necesario

refinanciarla (Taylor y Sarpong, 2020; Bank of Ghana, 2021); Kenya, cuyo riesgo de sobreendeudamiento establecido por el FMI se elevó de moderado a alto, y Zambia, que se convirtió en el primer país en suspender el pago de la deuda externa tras el inicio de la pandemia (Siwale, 2021)³⁰. La mayoría de los gobiernos recurrieron al FMI para obtener financiamiento de emergencia; además, varios pasaron a integrar la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda del Grupo de los Veinte (G20) y en muy pocas ocasiones introdujeron normas macroprudenciales para combatir el impacto externo de la pandemia. Los casos de Etiopía, Ghana y Kenya son un ejemplo de ello³¹.

Como las entradas de capital se vieron afectadas negativamente, en Etiopía se produjo un déficit de financiamiento en divisas, lo que obligó a dirigirse al FMI para solicitar apoyo en el marco del Instrumento de Financiamiento Rápido (IFR) y pedir ayuda en forma de subvención en el marco de la ventanilla de Contención de Catástrofes (CC) del Fondo Fiduciario para Alivio y Contención de Catástrofes (FFACC). Dada la escasez de divisas, las autoridades etíopes, que antes habían sido prudentes con respecto a los flujos de capital, optaron por relajar las normas relativas a la obtención de préstamos en el extranjero. A partir de agosto de 2020 se permitió a los bancos comerciales realizar actividades de intermediación en moneda extranjera mediante la obtención de préstamos de instituciones financieras internacionales en dólares estadounidenses, dólares canadienses, libras esterlinas, euros, yuanes chinos y yenes japoneses. También se permitió a los bancos conceder créditos a los prestatarios locales en moneda extranjera. De este modo, los bancos comerciales pudieron otorgar préstamos locales en divisas. Los bancos que decidían dedicarse a la intermediación en moneda extranjera debían abrir una cuenta de reserva en moneda extranjera en el banco nacional de Etiopía y mantener el 5% del saldo pendiente de los préstamos externos en moneda extranjera (EIU, 2020). En lugar de actuar para reducir la dependencia respecto de la deuda, el gobierno la aumentó.

Hace años que en Etiopía hay escasez de divisas, y esta medida del banco central tiene por objeto aliviar esa presión. El gobierno llegó rápidamente a la conclusión de que la escasez de divisas era un cuello de botella que obstaculizaba el desarrollo económico, y ha estado trabajando para abrir el sector financiero de modo que ingresen más inversiones al país.

Al principio, en Ghana se optó por postularse para participar en la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda del G20 a fin de aplazar dicho servicio. Sin embargo, esa iniciativa no abarcaba a los acreedores privados ni a los multilaterales. En 2020, el 59% del servicio total de la deuda del país se debía a acreedores privados. Dado que Ghana había sido

³⁰ En Siwale (2021) se brinda un análisis del impacto del COVID-19 en Zambia.

³¹ Treinta y cinco Estados africanos se incorporaron a la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda, entre ellos Etiopía, Ghana y Kenya.

clasificado como un país sobreendeudado en el Marco de Sostenibilidad de la Deuda para los Países de Bajo Ingreso del FMI y el Banco Mundial, no hubo otra opción que acudir al FMI. Esto se hizo con prontitud, y el 13 de abril de 2020 el país obtuvo la aprobación de dicha institución para que se desembolsaran 738 millones de derechos especial de giro (DEG) (unos 1.000 millones de dólares), que se girarían en el marco del Servicio de Crédito Rápido (SCR).

En Kenya también se pidió apoyo al FMI. En mayo de 2020, dicha institución proporcionó 739 millones de dólares en forma de préstamo sin intereses en el marco del SCR para ayudar a que en el país se cubriera el costo del gasto adicional en salud y protección social. Posteriormente, Kenya acordó un nuevo programa con el FMI para obtener préstamos a bajo costo por valor de 2.400 millones de dólares a lo largo de tres años en el marco del Servicio Ampliado del Fondo (SAF) y del Servicio de Crédito Ampliado (SCE).

Nigeria fue la excepción, ya que el banco central optó por aplicar controles de cambio en junio de 2020 para defender la paridad de la moneda frente a la escasez de divisas resultante de la crisis del COVID19 y la caída de los precios del petróleo. Dicho banco intensificó los controles administrativos aumentando el número de mercancías cuya importación estaba restringida, hizo cumplir los requisitos existentes relativos a la repatriación de las exportaciones y redujo la oferta de divisas en varias ventanillas³².

C. Aprendizajes

La experiencia del África Subsahariana, que depende de los productos básicos, muestra cómo los movimientos de la cuenta corriente resultantes de la volatilidad del volumen y el valor unitario de las exportaciones pueden contribuir a la vulnerabilidad de la cuenta financiera y de la balanza de pagos en general, y precipitar crisis monetarias e incluso sistémicas. El vínculo entre la cuenta corriente y la cuenta financiera no solo se aprecia en los períodos en que la caída de los ingresos por exportaciones debido a la reducción del volumen y el precio de estas hace que la economía dependa más de las entradas de capital para financiar el déficit en cuenta corriente. En lugar de ello, incluso cuando las exportaciones van bien, la confianza que esto genera anima a recurrir a las entradas de capital para

³² Según lo explicaron las autoridades (FMI, 2021b), en Nigeria se aplicaban las siguientes restricciones cambiarias: i) una restricción cambiaria derivada de la prohibición de acceder a las divisas en los mercados de divisas nigerianos para pagar las importaciones de artículos correspondientes a 42 categorías; ii) una restricción cambiaria derivada del hecho de que el banco central de Nigeria racionara la oferta de divisas en diferentes ventanillas y las asignara sobre la base de las categorías prioritarias de operaciones que dicho banco determinara; y iii) una restricción cambiaria derivada de los límites que se aplicaban a la cantidad de divisas disponibles al viajar al extranjero (viáticos para viajes de negocios (BTA) y viáticos para viajes personales (PTA)), límites que no podían superarse ni siquiera demostrando que la operación era de buena fe.

promover la inversión y el crecimiento, porque se piensa que los ingresos que se obtienen de las exportaciones permitirán financiar fácilmente las obligaciones asociadas. El hecho de que esta dependencia asimétrica respecto de las mayores entradas esté presente tanto en los períodos de aumento como en los de reducción de las necesidades de financiamiento de la cuenta corriente en casi todos los países estudiados (excepto Sudáfrica, que no depende de los productos básicos) señala la necesidad de adoptar medidas anticíclicas para hacer frente a la vulnerabilidad externa.

Durante los períodos de auge de las exportaciones, en los países se debe hacer lo siguiente: i) actuar con cautela con respecto al endeudamiento externo excesivo y a la mayor liberalización de la cuenta de capital que llevan a que los pasivos externos aumenten de forma sustancial, y ii) reservar el "excedente" de divisas en instituciones e instrumentos que se puedan utilizar para hacer frente a la vulnerabilidad que se manifiesta cuando la demanda y el precio de los productos básicos son bajos o descienden. En algunos países se han creado fondos soberanos de inversión como medio para llevar a cabo esa intervención anticíclica y ello ha tenido efectos beneficiosos. Pero esto no ha ido lo suficientemente lejos y ha estado acompañado de un exceso de confianza en otras opciones más sencillas, como la obtención de préstamos en el extranjero, la facilitación de la inversión de cartera extranjera y el exceso de inversiones extranjeras directas.

Si las medidas anticíclicas no son adecuadas para satisfacer las necesidades de divisas cuando ocurren conmociones externas, el hecho de que se dependa de forma exclusiva de los préstamos y los flujos de capital suele exacerbar enormemente la vulnerabilidad. Las medidas macroprudenciales a corto plazo que se adoptan para hacer frente a esta situación pueden resultar inadecuadas. Esas medidas van desde políticas en que se requisan los flujos de divisas disponibles con el propósito de apuntalar las reservas (por ejemplo, mediante la repatriación anticipada forzosa de los ingresos por exportación) hasta medidas destinadas a acceder a liquidez externa, como las permutas de divisas con socios comerciales amigos. En estos casos, el hecho de que se dependa exclusivamente de los flujos de capital da lugar a que se acumulen pasivos externos y agrava las vulnerabilidades a largo plazo. Para superar los tiempos difíciles, es necesario considerar medidas en que se aborde directamente el desequilibrio de la cuenta corriente, entre ellas, limitar las importaciones no esenciales. En la práctica, dado el compromiso con la liberalización de las normas comerciales y las presiones externas, en los países se recurre a estas medidas solo cuando la crisis se intensifica y la suspensión de los pagos parece inevitable.

La vulnerabilidad de la cuenta corriente también exige que se intervenga para gestionar el tipo de cambio y evitar que las perturbaciones se transmitan a todo el sistema. Por ejemplo, una fuerte depreciación de

la moneda nacional en un contexto de grandes deudas empresariales en moneda extranjera puede desencadenar quiebras debido a que aumenta el valor en moneda nacional de las obligaciones relacionadas con el servicio de la deuda, y ello puede perjudicar a las instituciones financieras expuestas a estas empresas. Pero la gestión de la moneda es un ejercicio difícil, ya que la dependencia respecto de las exportaciones de productos básicos implica que el tipo de cambio real debe estabilizarse para proteger la competitividad de las exportaciones. Así pues, dadas las tasas de inflación relativas, la intervención en los mercados de divisas por motivos macroprudenciales no solo debe evitar las depreciaciones precipitadas, sino también garantizar que haya una depreciación nominal cuyo ritmo mantenga el tipo de cambio real dentro de un intervalo competitivo. Esto puede ser un reto, como lo ilustra la experiencia de África.

En resumen, las medidas macroprudenciales son fundamentales para hacer frente a la vulnerabilidad externa y anticiparse a las conmociones que pueden resultar sistémicas, sobre todo si se tiene en cuenta lo difícil que es dejar sin efecto las medidas de liberalización que desencadenan tendencias que aumentan las vulnerabilidades. Pero cuando los factores como la dependencia respecto de las exportaciones de productos básicos y las desigualdades en el comercio y el acceso a la liquidez internacional dan lugar a una vulnerabilidad excepcional, puede ser necesario que haya un espacio de políticas que permita aplicar medidas estructurales como los controles de capital e incluso los controles del comercio.

VI. Análisis de las medidas macroprudenciales adoptadas en América Latina y el Caribe

A. Contexto, antecedentes y breve descripción de las políticas macroprudenciales

En esta sección se examinan las políticas macroprudenciales que se aplicaron en cinco economías latinoamericanas (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) en la década de 2000³³.

³³ A continuación se mencionan algunas referencias útiles. En relación con el Brasil: Agenor y Pereira da Silva (2016); Ahmed y Zlate (2014); Aizenman y Lee (2007); Avdjiev, Chui y Shin (2014); Avdjiev, McCauley y Shin (2016); Avdjiev, McGuire y Von Peter (2020); Barbone González y otros (2019); Blanco Barroso y otros (2020); Costa de Moura y Bandeira (2017); Goldfan y Minella (2007); FMI (2018a); Jeanne y Rancièrè (2011); Kaltenbrunner y Paineira (2015); Oliveira, Luporini y Licha (2018); Pereira da Silva y Harris (2013), y Tarashev, Avdjiev y Cohen (2016). En relación con Chile: Cifuentes, Claro y Jara (2017); Gómez, Jara y Moreno (2020); Chile, Ministerio de Hacienda (2020), y Raddatz y Vergara (2016). En relación con Colombia: BRC (2020); Osorio (2021), y Vargas, Cardozo y Murcia (2017). En relación con el Perú: Armas (2016); Choy y Chang (2014); Minaya, Lupú y Cabello (2017), y Rossini y Quispe (2017). Véanse asimismo todos los informes de país elaborados por el FMI que se citan en la sección de referencias.

En estos países, la balanza de pagos evolucionó de forma similar durante el presente milenio: en todos se registraron entradas netas de capital que llegaron en oleadas antes y después de la crisis financiera mundial de 2008, y en todos las entradas cayeron a partir de 2014. A lo largo de esos años, y sobre todo después de la crisis financiera mundial, en todos hubo déficit en cuenta corriente y una posición neta negativa de inversión internacional. En todos ellos se observaron episodios de crecimiento acelerado del crédito, pero los episodios de crisis bancaria o financiera fueron muy poco frecuentes. El sistema financiero de estos países superó la crisis de 2008 con relativa resiliencia, ayudado por las políticas que aplicaron las autoridades monetarias y bancarias. En muchos de ellos se adoptaron la mayoría de las medidas que componían las normas reguladoras del acuerdo de Basilea III, mientras que en algunos ya se habían aplicado medidas similares incluso antes de dicho acuerdo.

En todos estos países hubo episodios de crisis graves antes de la crisis financiera mundial. Según la base de datos de Laeven y Valencia (2020), en todos ellos hubo crisis soberanas, bancarias o monetarias en la década de 1980. En tres también hubo al menos uno de estos tipos de crisis en la década de 1990: en el Brasil en 1999, en Colombia en 1998 y en México en 1995. En el Perú hubo un proceso de reestructuración de la deuda soberana en 1996, y al comenzar la década de 2000 el sistema financiero del país estaba muy dolarizado.

No todas las medidas se aplicaron con los mismos objetivos. En algunos países, por ejemplo, se aplicó una razón de apalancamiento con el objetivo de cumplir con el marco de Basilea III, mientras que en otros, como Chile, la razón ya se había aplicado con anterioridad. Faltan datos sobre el impacto de algunas medidas, ya sea porque se adoptaron hace poco o porque hasta ahora no se han evaluado. En relación con otras medidas, los datos son contradictorios. Por ejemplo, se comprobó que los requisitos anticíclicos de reserva eran más eficaces en las fases de contracción (ya que aliviaban las presiones de liquidez) que en las fases de expansión. Sin embargo, los datos relativos a la provisión anticíclica para préstamos incobrables son opuestos. Otras medidas basadas en los controles de capital, como el encaje no remunerado y los impuestos a los no residentes, tuvieron un éxito leve, pero sus efectos fueron mayores cuando se complementaron, por ejemplo, con impuestos sobre los derivados (Prates y Fritz, 2016).

Una de las principales conclusiones es que en las economías latinoamericanas se han aplicado políticas macroprudenciales que han dado buenos resultados, pero que en los últimos años han surgido nuevas vulnerabilidades que suponen un reto para los responsables de formular las políticas.

En el caso del Brasil, las principales vulnerabilidades financieras surgen de la exposición del sector no financiero a las condiciones externas, tanto directamente (por la escala de endeudamiento externo) como indirectamente (por las fuentes a las que se recurre para financiar el endeudamiento interno). El sector no financiero puede resultar afectado sobre todo por la repentina volatilidad de los tipos de cambio. El sector bancario es sólido: el nivel de préstamos morosos, el coeficiente del servicio de la deuda y la exposición del gobierno a la deuda en moneda extranjera son bajos, y el crédito que se otorga a los hogares es relativamente escaso y estable.

En Chile, las principales amenazas para la estabilidad financiera surgen de la exposición internacional y nacional del sector empresarial no financiero, que podría hacer que la inversión y el crecimiento se salieran de su cauce. Otra fuente de preocupación es el endeudamiento acelerado de los hogares.

En Colombia se ha reducido el descalce de monedas en la deuda soberana, factor que constituye una fuente tradicional de preocupación en los países en desarrollo. Sin embargo, hay otros signos preocupantes, como un déficit sostenido en la cuenta corriente, la creciente presencia de inversores extranjeros en los mercados de deuda en moneda local y el aumento de las existencias de títulos de deuda emitidos por empresas en moneda extranjera, títulos que están expuestos a la volatilidad de los tipos de cambio y los precios de los productos básicos (sobre todo del petróleo y el carbón). El FMI (2020a) señaló que las necesidades de financiamiento externo que habrá en Colombia en el futuro cercano (tomando en cuenta el déficit en cuenta corriente y las necesidades relacionadas con la amortización de la deuda) son particularmente elevadas en comparación con el nivel regional. La pandemia de COVID19 también ha dificultado el acceso de las instituciones bancarias y no bancarias a los mercados internacionales.

En el caso de México, ya antes de la pandemia de COVID19 el gobierno estaba transfiriendo fondos a las empresas estatales para que pudieran afrontar el endeudamiento externo (Cantú, Goel y Schanz, 2020). Al tratarse de empresas grandes, su endeudamiento externo puede producir efectos indirectos negativos tanto en las finanzas públicas como en el sistema financiero nacional.

El Perú parece ser un caso en que la aplicación de políticas macroprudenciales ha dado mejores resultados, ya que estas contribuyeron a resolver las vulnerabilidades externas e internas del sistema financiero peruano, tanto las estructurales (dolarización, riesgo sistémico y resiliencia) como las cíclicas (tasas de crecimiento del crédito).

B. Algunos ejemplos concretos

En lo que se refiere al impacto macrofinanciero, la pandemia de COVID19 tuvo un efecto similar en los países analizados y dio lugar a una respuesta semejante en lo que atañe a las políticas macroprudenciales. Esta conmoción también reveló algunas de las vulnerabilidades que se presentan en este estudio, como las condiciones negativas que implica la presencia de inversores no residentes en los mercados de deuda nacionales.

En la región se enfrentó una conmoción tanto externa como interna. Se produjeron salidas de capital sin precedentes, depreciaciones masivas y repentinas, y un aumento de las primas de riesgo soberano, todo ello agravado por la presencia de inversores no residentes (Bortz, Michelena y Toledo, 2020). Al principio cayó el precio de los productos básicos, pero esa caída se revirtió posteriormente. En el ámbito nacional, a la caída de la actividad económica debida a los confinamientos se sumaron graves perturbaciones financieras que se mencionan en los informes de estabilidad financiera publicados por cada banco central y en los informes del personal técnico del FMI sobre las consultas del artículo IV del Convenio Consultivo. Las políticas que se aplicaron a modo de respuesta fueron muy similares en todos los países del presente estudio, tanto en lo que atañe a los objetivos como en lo que respecta a los instrumentos.

El Banco Central del Brasil menciona graves perturbaciones en los mercados financieros nacionales, con un aumento de las coberturas complementarias, las necesidades de liquidez y la demanda de crédito (Banco Central del Brasil, 2020). En el país también hubo importantes salidas de capital que llevaron a que el tipo de cambio se depreciara de forma considerable y a que cayera el precio de los activos (por ejemplo, la bolsa de valores). En respuesta a estos trastornos, el Banco Central del Brasil puso en marcha diferentes tipos de medidas. En el frente externo, intervino en los mercados de divisas y proporcionó liquidez en divisas a las instituciones financieras bancarias y no bancarias (Banco Central del Brasil, 2020, pág. 58). También hay que tener en cuenta que el Brasil aceptó que se estableciera una línea de permutas financieras con la Reserva Federal, medida que con el tiempo disminuyó la presión sobre el tipo de cambio (Aguilar y Cantú, 2020). En el ámbito nacional, el Banco Central del Brasil puso en marcha un programa de compra de activos, redujo el encaje y los coeficientes obligatorios de cobertura de liquidez, instrumentó una línea temporal especial de liquidez, disminuyó los colchones de conservación de capital que se exigían, redujo los factores de ponderación del riesgo que se aplicaban a los préstamos destinados a las pequeñas y medianas empresas, suavizó las normas relativas a las fechas de pago de las obligaciones de los prestatarios y suspendió la distribución de dividendos y la recompra de acciones.

En el caso de Chile, se enfrentó la mayor salida de capitales jamás registrada (Banco Central de Chile, 2020, pág. 17). Se observó un aumento de las tasas de interés de los préstamos locales al principio de la pandemia, así como distorsiones en la liquidez nacional, como ocurrió en otros países. Para aumentar los recursos en divisas, se obtuvo una Línea de Crédito Flexible (LCF) con el FMI³⁴. Para contrarrestar la volatilidad de las divisas, el Banco Central de Chile puso en práctica ventas de dólares, permutas de divisas y acuerdos de recompra (Banco Central de Chile, 2020). Proporcionó líneas de liquidez en dólares y en pesos chilenos, amplió el vencimiento de los programas y suspendió temporalmente los requisitos relativos al descalce de plazos. También flexibilizó los coeficientes de cobertura de liquidez, ajustó las normas relativas a las provisiones para ayudar a los deudores que tenían dificultades y puso en marcha nuevas líneas de liquidez para favorecer los préstamos.

Además de la conmoción externa a la que se enfrentan muchos países de la región, el perfil externo de Colombia se vio especialmente afectado por la caída de los precios del petróleo y la rebaja de la calificación crediticia del Estado. El gobierno amplió la LCF con el FMI. El banco central intervino en el mercado a término de divisas y subastó permutas de divisas. También redujo el encaje, puso en marcha programas de compra de activos y flexibilizó los marcos de garantías. La Superintendencia Financiera de Colombia, por su parte, suavizó las condiciones que se imponían a los prestatarios para proteger su calificación crediticia durante la pandemia.

En México se aplicó una estrategia similar en cuanto a la respuesta macroprudencial. El banco central puso en práctica líneas de liquidez, redujo el encaje, amplió el marco de garantías, las líneas de liquidez en dólares y la oferta de derivados, y puso en marcha líneas de crédito dirigidas a los bancos para mantener un flujo adecuado de crédito

³⁴ La LCF está diseñada como un mecanismo de financiamiento destinado a prevenir crisis. No tiene límite de cuota, y el acceso a ella y la renovación se deciden caso por caso. Proporciona financiamiento a una tasa de interés inferior a la del mercado, a saber, a la tasa de interés correspondiente a los derechos especiales de giro más un margen (100 puntos básicos). Además, se puede renovar al cabo de uno o dos años y no implica condiciones continuas porque no las necesita. Se concede a las economías que reúnen los siguientes requisitos: una posición externa sostenible; una cuenta de capital en la que predominan los flujos privados; un historial de acceso soberano estable a los mercados internacionales de capital en condiciones favorables; un nivel holgado de reservas; finanzas públicas sólidas, en particular una situación sostenible en cuanto a la deuda pública; un nivel de inflación bajo y estable, en el contexto de un marco sólido de política monetaria y cambiaria; un sistema financiero sólido e inexistencia de problemas de solvencia que puedan plantear una amenaza a la estabilidad sistémica, y una supervisión eficaz del sector financiero (FMI, 2021c). En la LCF se supone que los países siguen comprometidos con estos objetivos. Como resultado de estas estrictas condiciones de acceso, solo cuatro países de América Latina y el Caribe han podido acceder a la LCF: Chile, Colombia, México y Perú. Aunque solo Colombia ha utilizado su LCF, el mero hecho de tenerla a disposición aumenta la confianza de los inversores extranjeros.

al sector privado y satisfacer el aumento de la demanda. Alivió los requisitos relativos al coeficiente de cobertura de liquidez y al colchón de conservación de capital, y aplazó el pago de los créditos.

Por último, en el Perú se aplicaron políticas destinadas a aumentar la oferta y la cobertura de divisas, y se llegó a acuerdos con instituciones internacionales al respecto. El banco central peruano participó en una línea de liquidez en dólares de la Reserva Federal, y el país obtuvo una LCF del FMI. El banco central redujo el encaje, amplió las líneas de liquidez, suavizó los requisitos relativos a las provisiones y puso en marcha programas de compra de activos.

C. Aprendizajes

De la experiencia relativa a la regulación macroprudencial en América Latina se pueden obtener las lecciones de política que se señalan a continuación³⁵.

En primer lugar, en América Latina se adoptó una perspectiva macroprudencial en relación con la regulación financiera incluso antes de la tendencia mundial de la actualidad. Esta perspectiva se observa sobre todo en las medidas que se adoptaron para contener la vulnerabilidad cambiaria. También obedece a características específicas e idiosincrásicas de las economías estudiadas, como la presencia de bancos extranjeros y el grado de interconexión dentro del sector bancario y entre los sectores financieros.

En segundo lugar, el caso del Perú es claramente destacable porque allí se logró disminuir el grado de dolarización de los depósitos y los créditos al presionar a los bancos para que adoptaran medidas macroprudenciales (entre otras medidas y junto con la estabilidad macroeconómica).

En tercer lugar, por lo tanto, hubo que complementar el enfoque de Basilea III, y todavía hay que complementarlo, con una mayor atención a las vulnerabilidades externas de todos los países, que no se abordan a fondo en el marco macroprudencial mundial.

En cuarto lugar, las nuevas vulnerabilidades no se concentran en los bancos, que están fuertemente regulados, sino en los prestatarios, y esto se relaciona sobre todo con el endeudamiento externo del sector empresarial no financiero. En la región hay ejemplos de cómo hacer frente a estas nuevas vulnerabilidades. Entre esos ejemplos se encuentran las medidas de control del capital, como los límites, los impuestos y el encaje aplicados al endeudamiento externo. Sin embargo, en la actualidad parece haberse adoptado una perspectiva de política diferente en la

³⁵ En Gambacorta y Murcia (2020) se proporciona un análisis del impacto de las políticas macroprudenciales en las economías latinoamericanas. Véase asimismo Jácome, Nier e Imam (2012), Ruiz y otros (2014), y Tovar, García-Escribano y Martín (2012).

que se favorecen, por ejemplo, los instrumentos de cobertura emitidos de forma privada (bonos locales)³⁶. Véase una descripción de algunos de estos instrumentos en BPI (2012b).

Por último, el hecho de que algunas medidas tengan un impacto diferente según se apliquen durante una fase de expansión o de contracción exige adoptar una perspectiva integral, global y holística respecto de la regulación macroprudencial, en que se vaya más allá de la regla de Tinbergen (Tinbergen, 1952) y se apliquen múltiples instrumentos a múltiples objetivos.

VII. Conclusión

La regulación macroprudencial no es un concepto que esté bien definido y, al mismo tiempo, su aplicabilidad es limitada, sobre todo a la hora de afrontar los problemas de los países en desarrollo, por ejemplo, los de América Latina y el Caribe.

La regulación macroprudencial tiene por objeto reducir el riesgo sistémico para promover la estabilidad financiera. Sin embargo, no hay consenso sobre la definición de esta última. Asimismo, los datos de las encuestas indican que los reguladores no consideran que este tipo de regulación sea prioritaria y suelen basarse en coeficientes que se aplican al nivel de recursos propios de las instituciones (es decir, en la regulación microprudencial).

Dentro del paradigma de pensamiento económico dominante (Shin, 2010a) la regulación macroprudencial solo puede justificarse como una política destinada a mejorar el funcionamiento del sistema bancario como intermediario entre el ahorro y la inversión. Según este punto de vista, la principal fuente de inestabilidad financiera y riesgo sistémico es el sistema bancario. En la regulación macroprudencial no se reconoce que la inestabilidad financiera puede originarse en el sector empresarial no financiero ni que puede ser endógena al funcionamiento de una economía de mercado privada. En las economías en desarrollo, y en particular en las latinoamericanas, la acumulación de deuda por parte del sector empresarial no financiero es una fuente importante de vulnerabilidad financiera que se ve agravada por el hecho de que dicho sector suele funcionar con descalces monetarios y de que estos han aumentado desde 2007.

A nivel más general, en este punto de vista no se reconoce que, para las economías en desarrollo, el riesgo sistémico surge cuando aumenta la apertura financiera y la dependencia respecto de los mecanismos de precios

³⁶ En la nueva perspectiva se establece que el número de objetivos alcanzables de las políticas no puede superar el número de instrumentos de política.

como forma de producir y asignar recursos. Junto con los cambios que ha habido en el sistema financiero internacional, entre los que se encuentran el fortalecimiento del mercado internacional de bonos como principal fuente de financiamiento de las economías en desarrollo y el aumento de la financierización de las actividades productivas, esto ha dado lugar a una mayor dependencia respecto de los flujos de capital a corto plazo y a una mayor acumulación de deuda. En algunos casos, la regulación macroprudencial que ha flexibilizado las condiciones de crédito ha reforzado esa acumulación.

Este modelo de integración económica ha reducido el espacio de políticas con que cuentan los gobiernos de los países en desarrollo. Un ejemplo de esto fue el impacto del COVID19, que llevó a que la deuda pública de los países en desarrollo aumentara y a que en algunos países no hubiera más opción que reducir el gasto público cuando más necesario era para impulsar una recuperación sostenida. La mayor dependencia respecto de los flujos a corto plazo y la acumulación de deuda también han sido perjudiciales para el crecimiento económico a largo plazo. De hecho, al menos en la experiencia de América Latina, la mayor acumulación de deuda ha ido acompañada de una disminución de la tasa de crecimiento de la formación de capital fijo bruto.

En el caso de las economías en desarrollo, la regulación macroprudencial debe tener dos objetivos interrelacionados: minimizar el impacto que las fluctuaciones externas tienen en la economía nacional, y proporcionar un espacio de políticas que permita fomentar el crecimiento y el pleno empleo.

Bibliografía

- Acharya, V. (2012), "The Dodd-Frank Act and Basel III: intentions, unintended consequences, and lessons for emerging markets", *ADB Working Paper*, N° 392, Instituto del Banco Asiático de Desarrollo.
- Adrian, T. y H. S. Shin (2008), "Financial intermediaries, financial stability and monetary policy", *Staff Report*, N° 346, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, septiembre.
- Avdjiev, S., M. Chui y H. S. Shin (2014), "Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows", *BIS Quarterly Review*, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), diciembre.
- Agenor, P. R. (2016), "Understanding the links between macroprudential regulation, financial stability, and growth", *Policy Brief*, N° 147, Fondation pour les études et recherches sur le développement international.
- Agenor, P. R. y L. A. Pereira da Silva (2016), "Reserve requirements and loan loss provisions as countercyclical macroprudential instruments: A perspective from Latin America", *Policy Brief*, N° IDB-PB-250, Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Aguilar, A. y C. Cantú (2020), "Monetary policy response in emerging market economies: why was it different this time?", *BIS Bulletin*, N° 32, Banco de Pagos Internacionales (BPI).

- Ahmed, S. y A. Zlate (2014), "Capital flows to emerging market economies: a brave new world?", *Journal of International Money and Finance*, vol. 48, B.
- Aizenman, J. y J. Lee (2007), "International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence", *Open Economies Review*, vol. 18, N° 2.
- Akyüz, Y. (2021), "External balance sheets of emerging economies: low-yielding assets, high-yielding liabilities", *Review of Keynesian Economics*, vol. 9, N° 2.
- (2017), *Playing with Fire: Deepened Financial Integration and Changing Vulnerabilities of the Global South*, Oxford University Press.
- Alam, Z. y otros (2019), "Digging deeper: evidence on the effects of macroprudential policies from a new database", *IMF Working Paper*, N° 19/66, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Alami, I. (2019), *Money Power and Financial Capital in Emerging Markets: Facing the Liquidity Tsunami*, Routledge.
- Armas, A. (2016), "Dolarización y desdolarización en el Perú", *Política y estabilidad monetaria en el Perú*, G. Yamada y D. Winkelried (eds.), Lima, Universidad del Pacífico.
- Asante-Poku, N. A. y S. van Huellen (2012), "Commodity exporter's vulnerabilities in times of COVID19: the case of Ghana", *Canadian Journal of Development Studies*, vol. 42, N° 1-2.
- Avdjiev, S., P. McGuire y G. von Peter (2020), "International dimensions of EME corporate debt", *BIS Quarterly Review*, Banco de Pagos Internacionales (BPI), junio.
- Avdjiev, S., R. N. McCauley y H. S Shin (2016), "Breaking free of the triple coincidence in international finance", *Economic Policy*, vol. 31, N° 87.
- Banco Central de Chile (2020), *Informe de estabilidad financiera: junio 2020*, Santiago.
- Banco Central del Brasil (2020), *Financial Stability Report*, vol. 19, N° 2, Brasilia, octubre.
- Banco de la Reserva Federal de St. Louis (2020), Federal Reserve Economic Data (FRED) [base de datos en línea] <https://fred.stlouisfed.org>.
- Banco Mundial (2021a), World Development Indicators [base de datos en línea] <https://databank.bancomundial.org/reports.aspx?source=world-development-indicators>.
- (2021b), Bank Regulation and Supervision Survey [base de datos en línea] <https://datacatalog.worldbank.org/search/dataset/0038632>.
- (2021c), "The future of work in Africa", *Africa's Pulse*, N° 23.
- (2007), *Global Development Finance 2007: The Globalization of Corporate Finance in Developing Countries*, Washington, D.C.
- Bank of Ghana (2021), "Global economic developments and Ghana's external sector", *Monetary Policy Report*, vol. 1, N° 2.
- Barajas, A. y otros (2010), "U.S. Bank behavior in the wake of the 2007-2009 financial crisis", *IMF Working Paper*, N° 10/131, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Barbone González, R. y otros (2019), "Hedger of last-resort: evidence from Brazilian FX interventions, local credit and global financial cycle", *BIS Working Paper*, N° 832, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Bernanke, B. y M. Gertler (1995), "Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, N° 4.
- Blanco Barroso, J. B. y otros (2020), "Countercyclical liquidity policy and credit cycles: evidence from macroprudential and monetary policies in Brazil", *Working Paper*, N° 537, Brasilia, Banco Central del Brasil.
- Bortz, P. (2021), "Macroprudential policies in Latin America", documento preparado para el proyecto "Response and recovery: mobilising financial resources for development in the time of COVID19".

- Bortz, P., G. Michelena y F. Toledo (2020), "A gathering of storms: the impact of COVID19 pandemic on the balance of payments of emerging markets and developing economies (EMDEs)", *International Journal of Political Economy*, vol. 49, N° 4.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (2019a), "Debt securities statistics" [en línea] http://www.bis.org/statistics/secstats_to1509.htm.
- _____(2019b), *Sixteenth Progress Report on Adoption of the Basel Regulatory Framework*, mayo [en línea] <https://www.bis.org/bcbs/publ/d464.htm>.
- _____(2013), *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools*, enero [en línea] <https://www.bis.org/publ/bcbs238.htm>.
- _____(2012a), *Joint Forum: Principles for the supervision of financial conglomerates*, septiembre [en línea] <https://www.bis.org/publ/joint29.pdf>.
- _____(2012b), *Progress Report on Basel III Implementation*, abril [en línea] <https://www.bis.org/publ/bcbs215.htm>.
- _____(2011), *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*, junio [en línea] <https://www.bis.org/publ/bcbs189.htm>.
- _____(2009), *Strengthening the Resilience of the Banking Sector*, Basilea, diciembre [en línea] <https://www.bis.org/publ/bcbs164.pdf>.
- _____(2007), "Institutional investors, global savings and asset allocations", *CGFS Papers*, N° 27, Basilea.
- _____(2004), *Foreign Direct Investment in the Financial Sector of Emerging Market Economies*, Basilea, marzo [en línea] <https://www.bis.org/publ/cgfs22.htm>.
- _____(2003), *The Role of Central Bank Money in Payment Systems*, agosto [en línea] <https://www.bis.org/cpmi/publ/d55.pdf>.
- BRC (Banco de la República) (2020), *Reporte de estabilidad financiera - Primer semestre 2020*, Bogotá.
- Bruno, V., I. Shim y H. S. Shin (2015), "Comparative assessments of macroprudential policies", *BIS Working Paper*, N° 502, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Bush, G. y otros (2021), "Macroprudential policy and the inward transmission of monetary policy: the case of Chile, Mexico and Russia", *Review of International Economics*, vol. 29, N° 1.
- Calvo, G. A. (2016), *Macroeconomics in Times of Liquidity Crisis*, Cambridge, The MIT Press.
- Cantú, C., T. Goel y J. Schanz (2020), "EME government debt: cause for concern?", *BIS Quarterly Review*, Banco de Pagos Internacionales (BPI), junio.
- Cavallo, M. y G. Majnoni (2012), "Do banks provision for bad loans in good times? Empirical evidence and policy implications", *Policy Research Working Paper*, N° 2619, Washington, D.C., Banco Mundial.
- CEF (Consejo de Estabilidad Financiera) (2021), *Peer Review of Indonesia*, 26 de febrero [en línea] <https://www.fsb.org/2021/02/peer-review-of-indonesia-2/>.
- _____(2019), *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018*, 4 de febrero [en línea] <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P040219.pdf>.
- _____(2007), *Update of the FSF Report on Highly Leveraged Institutions*, 19 de mayo [en línea] https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_0705.pdf.
- CEF/FMI/BPI (Consejo de Estabilidad Financiera/Fondo Monetario Internacional/Banco de Pagos Internacionales) (2009), *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations. Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors* [en línea] <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/100109.pdf>.

- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2021a), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 2021* (LC/PUB.2021/10-P/Rev.1), Santiago.
- (2021b), “A policy-oriented study on capital flow regulations”, *DA-COVID 19 Project Paper*, N° 10.21 [en línea] https://www.mobilizingdevfinance.org/sites/mobilizedevresources/files/2021-11/DA_COVID_FFD_ECLAC_Capflowreg_10.21_0.pdf.
- Cerutti, E., S. Claessens y L. Laeven (2017), “The use and effectiveness of macroprudential policies: new evidence”, *Journal of Financial Stability*, vol. 28, C.
- Chandrasekhar, C. P. (2021), “Macroprudential policies in Africa”, documento preparado para el proyecto “Response and recovery: mobilising financial resources for development in the time of COVID-19”.
- (2014a), *Financial Liberalization, Fragility and the Socialization of Risk: Can Capital Controls Work?* [en línea] https://www.g24.org/author/cp_chandrasekhar/.
- (2014b), *Global Liquidity and Financial Flows to Developing Countries: New Trends in Emerging Markets and their Implications* [en línea] https://www.g24.org/author/cp_chandrasekhar/.
- Chandrasekhar, C. P. y J. Ghosh (2001), *Crisis as Conquest: Learning from East Asia*, Nueva Delhi, Orient Longman.
- Chen, W., M. Mrkaic y M. Nabar (2019), “The global economic recovery 10 years after the 2008 financial crisis”, *IMF Working Paper*, N° 19/83, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Chile, Ministerio de Hacienda (2020), *Informe anual fondos soberanos 2019*, Santiago.
- Choy, M. y G. Chang (2014), “Medidas macroprudenciales aplicadas en Perú”, *Revista Estudios Económicos*, vol. 27, junio.
- Cifuentes, R., S. Claro y A. Jara (2017), “Macroeconomic and financial volatility and macroprudential policies in Chile”, *BIS Papers*, N° 94, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Clement, P. (2010), “The term ‘macroprudential’: origins and evolution”, *BIS Quarterly Review*, marzo.
- Costa de Moura, M. y F. Bandeira (2017), “Macroprudential policy in Brazil”, *BIS Papers*, N° 94, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- De Bock, R. y otros (2020), “Managing capital flows in emerging and frontier markets”, *VOX CEPR*, 19 de agosto [en línea] <https://voxeu.org/article/managing-volatile-capital-flows-emerging-and-frontier-markets>.
- EIU (The Economist Intelligence Unit) (2020), “Ethiopia lifts ban on foreign-currency borrowing”, 24 de agosto [en línea] <http://country.eiu.com/article.aspx?articleid=1590054942&Country=Ethiopia&topic=Economy&subtopic=4#:~:text=In%20mid%2DAugust%20the%20National,to%20borrow%20in%20foreign%20currency>.
- Erten, B., A. Korinek y J. A. Ocampo (2020), “Managing capital flows to emerging markets”, *VOX CEPR*, 11 de agosto [en línea] <https://voxeu.org/article/managing-capital-flows-emerging-markets>.
- Fabiani, A. y otros (2021), “Capital controls, domestic macroprudential policy and the bank lending channel of monetary policy”, *Working Paper Series*, N° 2021-06, Corporación Federal de Garantía de Depósitos (crisis financiera mundialD), mayo.
- Fernández, A. y otros (2016), “Capital control measures: a new dataset”, *IMF Economic Review*, vol. 64, N° 3.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2021a), *World Economic Outlook Database*, octubre [en línea] <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/October>.

- ____(2021b), “Nigeria: 2020 article IV consultation. Press release; staff report; and statement by the Alternate Executive Director for Nigeria”, *Country Report*, N° 21/33, Washington, D.C.
- ____(2021c), “COVID-19 financial assistance and debt service relief” [en línea] <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/COVID-Lending-Tracker>.
- ____(2020a), “Colombia: 2020 article IV consultation. Press release; staff report; and statement by the Executive Director for Colombia”, *Country Report*, N° 20/104, Washington, D.C.
- ____(2020b), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2019*, Washington, D.C.
- ____(2018a), “Brazil: financial system stability assessment”, *Country Report*, N° 18/339, Washington, D.C.
- ____(2018b), “Chile: selected issues paper”, *Country Report*, N° 18/312, Washington, D.C.
- ____(2018c), “Peru: financial system stability assessment”, *Country Report*, N° 18/238, Washington, D.C.
- ____(2018d), “Capital flows to sub-Saharan Africa: causes and consequences”, *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa. Capital Flows and the Future of Work*, Washington, D.C., octubre.
- ____(2016a), “Mexico: financial system stability assessment”, *Country Report*, N° 16/361, Washington, D.C.
- ____(2016b), “IMF updates Central Bank Legislation Database”, 16 de agosto [en línea] <https://www.imf.org/en/News/Articles/2016/08/15/NA081516-IMF-updates-central-bank-legislation-database>.
- ____(2013a), *The Interaction of Monetary and Macprudential Policies*, Washington, D.C., enero.
- ____(2013b), “Brazil: technical note on macroprudential policy framework”, *Country Report*, N° 13/148, Washington, D.C.
- ____(2013c), “Colombia: financial system stability assessment”, *Country Report*, N° 13/50, Washington, D.C.
- ____(2010), *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere. Heating up in the South, Cooler in the North*, Washington, D.C., octubre.
- ____(2009a), “Fluctuaciones de precios de los activos: lecciones para la política monetaria”, *Perspectivas de la economía mundial: sustentar la recuperación*, octubre.
- ____(2009b), “Colombia: 2008 article IV consultation. Staff report; staff statement; public information notice on the Executive Board Discussion; and statement by the Executive Director for Colombia”, *Country Report*, N° 09/23, Washington, D.C.
- ____(2008), “Colombia: 2007 article IV consultation. Staff report; staff supplement; and public information notice on the Executive Board Discussion”, *Country Report*, N° 08/31, Washington, D.C.
- ____(1997), “South Africa: selected issues”, *Staff Country Report*, N° 97/82, Washington, D.C.
- FMI/CEF/BPI (Fondo Monetario Internacional/Consejo de Estabilidad Financiera/Banco de Pagos Internacionales) (2016), *Elements of Effective Macprudential Policies: Lessons from International Experience* [en línea] <https://www.bis.org/publ/othp26.pdf>.imf
- Fokko Klein, A. (2020), “The exposure of economic growth in South America to a set of shared external conditions: time to ignite the domestic engines of economic growth”, inédito.

- Galati, G. y R. Moessner (2018), "What do we know about the effects of macroprudential policy?", *Economica*, vol. 85, N° 340.
- (2013), "Macroprudential policy — a literature review", *Journal of Economic Surveys*, vol. 27, N° 5.
- Gambacorta, L. y A. Murcia (2020), "The impact of macroprudential policies in Latin America: an empirical analysis using credit registry data", *Journal of Financial Intermediation*, vol. 42, abril.
- Gelb, S. y A. Black (2004), "Foreign direct investment in South Africa", *Investment Strategies in Emerging Markets*, S. Estrin y K. Meyer (eds.), Cheltenham, Edward Elgar Publishing.
- Gertler, M. y S. Gilchrist (1994), "Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, N° 2.
- Ghosh, J. (2021), "Macroprudential policies in Asia-Pacific", documento preparado para el proyecto "Response and recovery: mobilising financial resources for development in the time of COVID-19".
- Ghosh, J. y C. P. Chandrasekhar (eds.) (2009a), *After Crisis: Adjustment, Recovery and Fragility in East Asia*, Nueva Delhi, Tulika Books.
- (2009b), "The costs of 'coupling': the global crisis and the Indian economy", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, N° 4.
- Gobierno de la India/Reserve Bank of India (2009), *India's Financial Sector: Overview Report*, Mumbai, marzo.
- Goldfajn, I. y A. Minella (2007), "Capital flows and controls in Brazil: what have we learned?", *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, S. Edwards (ed.), Chicago, University of Chicago Press.
- Gómez, T., A. Jara y D. Moreno (2020), "International and domestic interactions of macroprudential and monetary policies: the case of Chile", *Documento de Trabajo*, N° 870, Santiago, Banco Central de Chile.
- Goodfriend, M. y R. G. King (1988), "Financial deregulation, monetary policy and central banking", *Economic Review*, Banco de la Reserva Federal de Richmond, mayo/junio.
- Goodhart, C. A. E. y D. Schoenmaker (1993), "Institutional separation between supervisory and monetary agencies", *The Central Bank and the Financial System*, C. A. E. Goodhart, Londres, Palgrave Macmillan.
- Greenspan, A. (2008), *Testimony of Dr. Alan Greenspan*, 23 de octubre [en línea] <https://oversight.house.gov/sites/democrats.oversight.house.gov/files/migrated/20081023100438.pdf>.
- Hahm, J. H. y otros (2012), "Macroprudential policies in open emerging economies", *NBER Working Paper*, N° 17780, National Bureau of Economic Research (NBER).
- Hanson, S., A. Kashyap, and J. Stein (2011), "A macroprudential approach to financial regulation", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 25, N° 1.
- Jácome, L. I., E. W. Nier y P. Imam (2012), "Building blocks for effective macroprudential policies in Latin America: institutional considerations", *Working Paper*, N° 12/183, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Jeanne, O. y R. Rancière (2011), "The optimal level of international reserves for emerging market countries: a new formula and some applications", *The Economic Journal*, vol. 121, N° 555.
- Jongwanich, J. y A. Kohpaiboon (2012), "Effectiveness of capital controls: evidence from Thailand," *Asian Development Review*, vol. 29, N° 2, Banco Asiático de Desarrollo (BAD).

- Kahn, A. (2017), "Central bank legal frameworks in the aftermath of the global financial crisis", *Working Paper*, N° 17/101, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Kaltenbrunner, A. y J. P. Painceira (2015), "Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: the Brazilian experience", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 39, N° 5.
- Kaufman, G. y K. Scott (2003), "What is systemic risk, and do bank regulators retard or contribute to it?", *The Independent Review*, vol. 7, No. 3.
- Kregel, J. A. (1998), "Derivatives and global capital flows: applications to Asia", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 22, N° 6.
- Laeven, L. y F. Valencia (2020), "Systemic banking crises database II", *IMF Economic Review*, vol. 68, N° 2, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- _____(2018), "Systemic banking crises revisited", *Working Paper*, N° 18/206, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Minaya, E., J. Lupú y M. Cabello (2017), "Macroprudential policies in Peru: the effects of dynamic provisioning and conditional reserve requirements", *BIS Working Paper*, N° 675, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Minsky, H. P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press.
- _____(1982), *Can "It" Happen Again? Essays on Stability and Finance*, Nueva York, M. E. Sharpe.
- OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (2011), *Chile: Review of the Financial System* [en línea] <https://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/country-reviews-financial-systems.htm>.
- Oliveira, M., V. Luporini y L. A. Licha (2018), "Macroprudential policy debate, concepts and the Brazilian context", *Brazilian Keynesian Review*, vol. 4, N° 1.
- Osiński, J., K. Seal y L. Hoogduin (2013), "Macroprudential and microprudential policies: toward cohabitation", *Staff Discussion Notes*, N° 13/5, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Osorio, D. (2021), "Credible exchange rate flexibility and FX macroprudential policy in Colombia", documento presentado en UNCTAD-ECLAC Experts Workshop on Financial Stability, Macroprudential Regulation and International Capital Flows, 15 y 16 de abril.
- Pereira da Silva, L. A. y R. Harris (2013), "Sailing through the global financial storm", *Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets*, O. Canuto y S. Ghosh (eds.), Washington, D.C., Banco Mundial.
- Pérez Caldentey, E. y M. Cruz (2012), "La regulación financiera y la política macroprudencial", inédito.
- Pérez Caldentey, E. y M. Vernengo (2021), "Financialization, premature deindustrialization, and instability in Latin America", *Review of Keynesian Economics*, vol. 9, N° 4.
- Prates, D. y B. Fritz (2016), "Más allá de los controles de capital: regulación de los mercados de derivados en moneda extranjera en la República de Corea y el Brasil después de la crisis financiera mundial", *Revista CEPAL*, N° 118 (LC/G.2676-P), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), abril.
- Raddatz, C. y R. Vergara (2016), "Macroprudential policies: general analysis and look into the Chilean experience", *Documento de Política Económica*, N° 59, Santiago, Banco Central de Chile.
- Rojas Quiroz, C. (2017), "Políticas monetaria y macroprudencial óptimas post Basilea III", *Revista Estudios Económicos*, vol. 33, Banco Central de Reserva del Perú, agosto.

- Rossini, R. y Z. Quispe (2017), "Implementation of macroprudential policy in Peru", *BIS Papers*, N° 94, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Ruiz, J. y otros (2014), *El uso de las políticas macroprudenciales en América Latina: ¿qué, cómo y por qué?*, BBVA Research.
- Sengupta, R. y A. S. Gupta (2015), "Capital flows and capital account management in selected Asian economies", *New Thinking and the New G20*, N° 9.
- Shin, H. (2016), "Macroprudential tools, their limits and their connection with monetary policy", *Progress and Confusion*, O. Blanchard y otros (eds.), The MIT Press.
- _____(2010a), "Financial intermediation and the post-crisis financial system", *BIS Working Papers*, N° 304, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- _____(2010b), *Risk and Liquidity*, Oxford, Oxford University Press.
- Sinclair, P. J. N. (2000), "Central banks and financial stability", *Quarterly Bulletin*, Banco de Inglaterra, diciembre.
- Siwale, T. (2021), "One year on: Zambian economy during COVID19", International Growth Centre, 18 de marzo [en línea] <https://www.theigc.org/blog/one-year-on-zambian-economy-during-covid-19/>.
- Stiglitz, J. E. y B. Greenwald (2003), *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, Nueva York, Cambridge University Press.
- SVS (Superintendencia de Valores y Seguros) (2016), "Grupos Empresariales - Diciembre 2016" [en línea] <https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/w3-article-23119.html>.
- Tarashev, N., S. Avdjiev y B. Cohen (2016), *International Capital Flows and Financial Vulnerabilities in Emerging Market Economies: Analysis and Data Gaps*, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Tarullo, D. (2009), "Financial regulation in the wake of the crisis", presentación efectuada en el Peterson Institute for International Economics (PIIE), Washington, D.C., 8 de junio.
- Taylor, D. y B. Sarpong (2020), "The impact of COVID19 induced capital flight on the bond and foreign exchange markets in Ghana", *International Journal of Developing and Emerging Economies*, vol. 8, N° 2, diciembre.
- Tinbergen, J. (1952), *On the Theory of Economic Policy*, Ámsterdam, North-Holland Publishing Company.
- Titiheruw, I. S. y R. Atje (2008), "Managing capital flows: the case of Indonesia", *ADB Institute Discussion Paper*, N° 94, Instituto del Banco Asiático de Desarrollo.
- Tovar, C., M. García-Escribano y M. V. Martín (2012), "Credit growth and the effectiveness of reserve requirements and other macroprudential instruments in Latin America", *Working Paper*, N° 12/142, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (2019), *The State of Commodity Dependence 2019*, Ginebra.
- Vargas, H., P. Cardozo y A. Murcia (2017), "The macroprudential policy framework in Colombia", *BIS Papers*, N° 94, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Vernengo, M. (2021), "A framework to interpret macroprudential policies in an era of financialization", documento preparado para el proyecto "Response and recovery: mobilising financial resources for development in the time of COVID-19".
- Warjiyo, P. (2021), "Indonesia: the macroprudential framework and the central bank's policy mix", *BIS Papers*, N° 94, Banco de Pagos Internacionales (BPI).

Anexo III.A1

Un marco macroprudencial

En este anexo se muestra en detalle cómo se obtienen las identidades (2) y (3) de la sección II. En el cuadro III.A1.1 se muestran los componentes del activo y el pasivo de un banco comercial representativo, que denominaremos banco i .

Cuadro III.A1.1
Balance consolidado

Activo	Pasivo
Préstamos a usuarios finales (P_i)	Deuda (D_i)
✓ Hogares	✓ Agentes e instituciones no bancarios
✓ Empresas	✓ Bancos
✓ Gobierno	
Préstamos a intermediarios (P_{ij})	Capital/recursos propios (E_i)
Préstamos interbancarios	

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de H. Shin, "Financial intermediation and the post-crisis financial system", *BIS Working Papers*, N° 304, Banco de Pagos Internacionales (BPI), 2010.

El activo se compone de los préstamos a los usuarios finales, a saber, los que se conceden a los hogares, las empresas y el gobierno (P_i). En segundo lugar, se compone de los préstamos que el banco i concede a otras instituciones financieras (por ejemplo, P_{ij} , donde j se refiere a las demás instituciones financieras). Estos últimos también son iguales al valor del pasivo del banco j que está en poder del banco i (D_{ji}), y a la proporción del pasivo del banco j en el total del pasivo de otras instituciones financieras que está en poder del banco i (π_{ji}).

El pasivo está integrado por la deuda que tiene el banco i y que fue emitida por otras instituciones bancarias y no bancarias (D_i), y por el capital/los recursos propios (E_i).

Por definición, el activo es igual al pasivo; en otras palabras, los préstamos a los usuarios finales más los créditos a otras instituciones financieras son iguales a la suma de la deuda y los recursos propios. Dicho de otro modo:

$$(1) \text{ Activo} = \text{Pasivo} \Leftrightarrow P_i + P_{ij} = D_i + E_i \Leftrightarrow P_i + D_{ji} \pi_{ji} = D_i + E_i$$

$$\text{donde, } D_{ji} \pi_{ji} = P_{ij}$$

Si los préstamos P_i se expresan en función de los otros componentes de la identidad (1), se obtiene lo siguiente:

$$(2) P_i = D_i - D_{ji} \pi_{ji} + E_i$$

La sumatoria de (2) permite generalizar la identidad (2) a todo el sistema financiero:

$$(3) \sum_{i=0}^t P_i = \sum_{i=0}^t D_i - \sum_{i=0}^t D_{ji} \pi_{ji} + \sum_{i=0}^t E_i \Leftrightarrow P = D(1 - \Pi) + E$$

De conformidad con (3), los préstamos del sistema bancario (P) dependen de la deuda (D), los recursos propios (E) y el financiamiento del sistema bancario, ya sea de intermediarios financieros no bancarios o de fuentes externas ($1 - \Pi$).

A su vez, la deuda (D) puede expresarse como la diferencia entre el activo y los recursos propios:

$$(4) \text{Deuda} = \text{Activo} - \text{Recursos propios} \Leftrightarrow \text{Deuda}$$

$$= \left(\frac{\text{Activo}}{\text{Recursos propios}} \right) - 1 * \text{Recursos propios}$$

$$\Leftrightarrow D = \left(\frac{A}{E} - 1 \right) * E$$

dónde $\left(\frac{A}{E} \right)$ es el apalancamiento (λ).

Si (4) se sustituye en (3), se obtiene lo siguiente:

$$(5) P = D(1 - \Pi) + E \Leftrightarrow P = (\lambda - 1) * E * (1 - \Pi) + E$$

De conformidad con (5), los préstamos del sistema bancario (P) dependen del apalancamiento (λ), los recursos propios (E) y el financiamiento del sistema bancario, ya sea de intermediarios financieros no bancarios o de fuentes externas ($1 - \Pi$).

Este último componente puede dividirse en financiamiento no bancario de residentes y financiamiento no bancario del extranjero. En términos formales:

$$(6) (1 - \Pi) = (\alpha_1 + \alpha_2) (1 - \Pi)$$

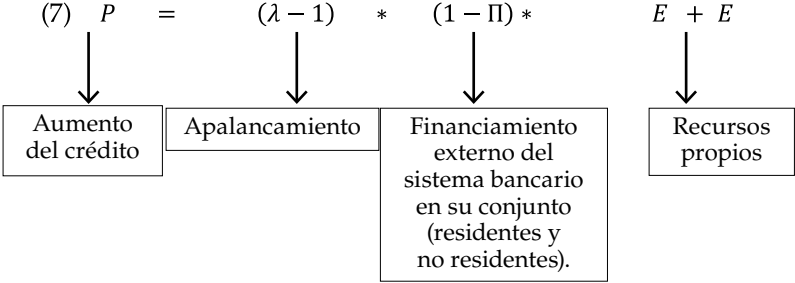
donde:

α_1 = proporción del financiamiento procedente de fuentes no bancarias residentes,

α_2 = proporción del financiamiento procedente de fuentes no bancarias no residentes, y

$$0 < \alpha_1, \alpha_2 < 1 \text{ y } \alpha_1 + \alpha_2 = 1$$

Este marco conceptual permite articular un marco de regulación macroprudencial en torno a cuatro pilares: i) crecimiento del crédito; ii) apalancamiento; iii) interconexión (financiamiento externo del sistema bancario en su conjunto), y iv) recursos propios. Esto se formaliza en la identidad (7):



Capítulo IV

Regulación macroprudencial en África en el contexto de la pandemia de COVID-19

*C. P. Chandrasekhar*¹

Introducción

El presente documento se centra en los riesgos sistémicos que puede entrañar la evolución del sector externo, así como en las perturbaciones conexas derivadas de las distintas formas de integración de los países en desarrollo en el sistema mundial. Asimismo, se analiza la eficacia de las medidas macroprudenciales adoptadas para hacer frente a esos riesgos². El estudio examina la regulación macroprudencial que limita la exposición al riesgo y gestiona las tendencias que aumentan la vulnerabilidad de las economías frente a la volatilidad de los movimientos de capital, la inestabilidad monetaria y la incapacidad para cumplir con los compromisos de pago externos sin que se produzcan trastornos en el sistema financiero nacional y en la economía real. Las medidas en cuestión son diferentes de las “medidas microprudenciales”, entendidas

¹ Universidad Jawaharlal Nehru.

² Se ha sostenido que la regulación macroprudencial utiliza instrumentos bidimensionales; con una dimensión temporal que contrarresta las tendencias que amplifican los ciclos, y una dimensión transversal que impide o modera la transmisión del riesgo a través del sistema financiero (Bagyenda y Abuka, 2014).

como ajustes que reducen el riesgo de quiebra de las instituciones individuales. De ese modo, en el ámbito bancario, el Fondo Monetario Internacional (FMI) define las medidas microprudenciales como aquellas que abordan las respuestas de un banco determinado frente a los riesgos exógenos, y no tienen en cuenta el riesgo endógeno ni la interconexión con el resto del sistema (Osiński, Seal y Hoogduin, 2013, pág. 6).

Los factores externos pueden causar inestabilidad a nivel de todo el sistema, ya sea por deficiencias de la cuenta corriente o por entradas excesivas en la cuenta de capital, estén o no relacionadas con la deuda. Ambas situaciones no son independientes. El acceso a las divisas a través de los flujos de capital permite a los países mantenerse en trayectorias que amplían el déficit por cuenta corriente a lo largo del tiempo. A su vez, esa ampliación puede provocar la salida del capital al suscitar temores entre los acreedores o inversores de que se produzca una fuerte depreciación del tipo de cambio o de que el país no pueda hacer frente a los compromisos de pago de divisas asociados a sus pasivos. Así pues, la gestión de las entradas de flujos volátiles requiere contrarrestar también los efectos de las perturbaciones en la cuenta corriente o de las propias debilidades crónicas de dicha cuenta, y darles respuesta sin depender en exceso de los flujos de capital volátiles. Asimismo, se antoja necesario adoptar medidas para evitar los movimientos volátiles del tipo de cambio que podrían ocasionar una fuga de capitales y una crisis de divisas y de la balanza de pagos.

Además, los controles de los movimientos de capital, al evitar las entradas excesivas, desempeñan una función macroprudencial, independientemente de la evolución de la cuenta corriente. Al solicitar un préstamo en el extranjero, los prestatarios privados de los países en desarrollo suelen dar por sentado que el tipo de cambio real se mantendrá estable. Sin embargo, el propio acto de pedir un préstamo y la entrada de capital resultante pueden fortalecer la moneda nacional al reducir la carga en moneda local de la deuda exterior. Este efecto a menudo anima a solicitar nuevos préstamos, lo que conduce a un sobreendeudamiento que aumenta la probabilidad de que se produzca una crisis (Pasricha, 2017). Por consiguiente, los controles de capital que restringen la obtención de préstamos en el extranjero desempeñan una función macroprudencial. Ese tipo de controles pueden ser aún más necesarios si se produce un aumento en la oferta de entradas de capital como consecuencia de las políticas de dinero fácil y barato aplicadas en los países de origen, que fomentan las operaciones de bicicleta financiera (*carry trade*). Huelga decir que los controles físicos a gran escala de

las entradas de capital anticipan la regulación macroprudencial, que normalmente hace referencia a las medidas destinadas a moderar o limitar las entradas.

La pandemia de COVID-19 intensificó los riesgos sistémicos en África, al agravar las vulnerabilidades preexistentes. Puesto que muchas de las vulnerabilidades que contribuyeron a ese tipo de riesgos ya existían antes de la pandemia, era de esperar que los Gobiernos y reguladores implantaran una serie de medidas destinadas a mitigar esos riesgos. Entre ellas, algunas estuvieron dirigidas específicamente a limitar la acumulación de riesgos sistémicos derivados de las exposiciones externas o a aumentar la resiliencia frente a las perturbaciones externas. El presente estudio tiene por objeto definir las medidas macroprudenciales adoptadas en un conjunto de países africanos (Etiopía, Ghana, Kenya, Nigeria, Sudáfrica y Zambia) y evaluar, en la medida de lo posible dado el corto período de tiempo, su eficacia en el contexto de la pandemia de COVID-19.

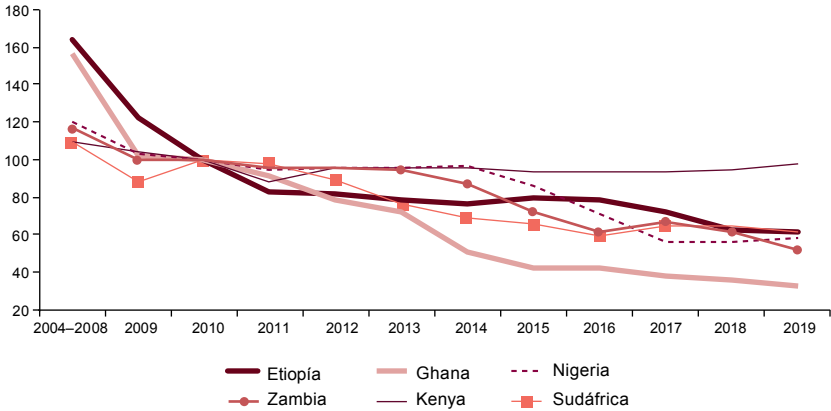
I. Análisis de determinados indicadores del sector externo

A. Perturbaciones en la cuenta corriente

Es probable que los efectos económicos adversos de la pandemia hayan aumentado los riesgos sistémicos por diferentes motivos. Al verse perjudicado el transporte, se redujeron los ingresos procedentes de las exportaciones, los viajes y el turismo. La casi paralización de la actividad económica a nivel mundial se tradujo en una disminución de los ingresos de las exportaciones y en cierta pérdida de ingresos entre los trabajadores migrantes en el extranjero, lo que provocó una caída de las remesas. Cuando la contracción de la entrada de divisas supera la disminución en el costo de las importaciones a raíz de la recesión interna, aumenta el déficit tanto del balance comercial como de la cuenta corriente. A su vez, esto puede provocar la depreciación de la moneda. En todos los países, a excepción de Kenya, el tipo de cambio efectivo nominal se había venido depreciando significativamente desde 2011; la caída del tipo de cambio nominal más acusada se había registrado en Ghana, seguido de Zambia, Nigeria, Sudáfrica y Etiopía (véase el gráfico IV.1). Sin embargo, las tasas de inflación relativamente elevadas hicieron que el tipo de cambio efectivo real se apreciara en Etiopía, Kenya y Nigeria, y tan solo se depreciara en Zambia, Sudáfrica y Ghana (véase el gráfico IV.2). Durante la pandemia, la

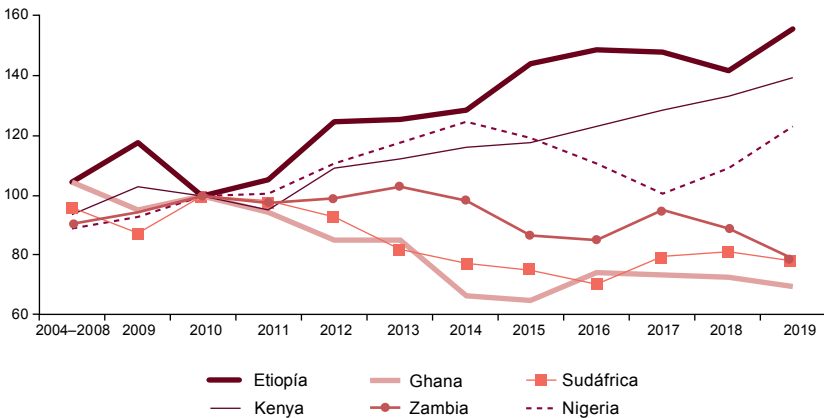
situación fue diferente. Las monedas de Nigeria y Zambia se depreciaron en términos nominales con respecto al dólar. El rand sudafricano se apreció, y las monedas de Ghana y Kenya se mantuvieron relativamente estables (véase el gráfico IV.1).

Gráfico IV.1
Tipos de cambio efectivos nominales
(Índice medio anual: 2010=100)



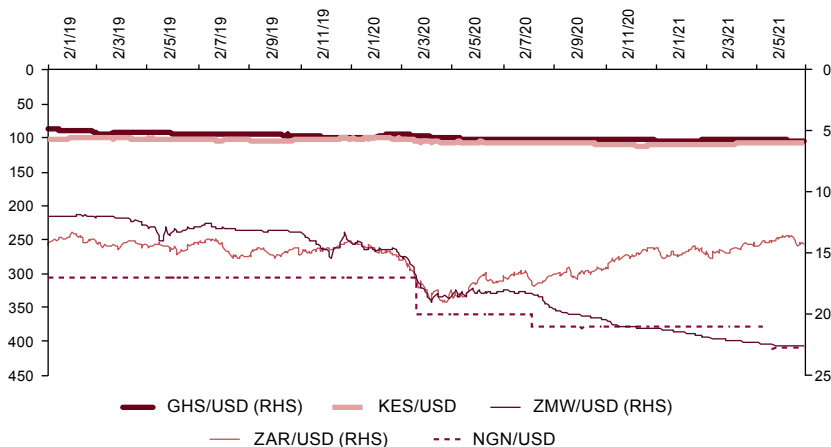
Fuente: Fondo Monetario Internacional (IMF), *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa. A Difficult Road to Recovery, Background Paper: Statistical Appendix*, octubre, Washington, D.C., 2020.

Gráfico IV.2
Tipos de cambio efectivos reales
(Índice medio anual: 2010=100)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (IMF), *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa. A Difficult Road to Recovery, Background Paper: Statistical Appendix*, octubre, Washington, D.C., 2020.

Gráfico IV.3
Tipo de cambio nominal con respecto al dólar durante la pandemia



Fuente: Fondo Monetario Internacional (IMF), *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa. A Difficult Road to Recovery, Background Paper: Statistical Appendix*, octubre, Washington, D.C., 2020.

La depreciación monetaria puede retroalimentarse con el aumento de la especulación en el mercado de divisas, entre otros medios, a través de los retrasos en la repatriación de los ingresos procedentes de las exportaciones a la espera de una depreciación, lo que privaría a la economía de una parte de las divisas, incluso reducidas, que se hayan obtenido a través de las exportaciones. El acceso limitado a las divisas y la depreciación monetaria también pueden provocar tensiones en la deuda e incluso la quiebra. La depreciación de la moneda puede aumentar sustancialmente el valor en moneda nacional del servicio de la deuda o de otros pagos relacionados con la exposición a los pasivos en dólares, especialmente la deuda externa, lo que conduce a impagos o a la venta de activos en condiciones desfavorables. Cuanto mayor sea la exposición, mayor será la vulnerabilidad provocada por esa fuente. La liberalización financiera, la facilidad de acceso a la liquidez en los mercados financieros internacionales y los tipos de interés extremadamente bajos en los países desarrollados se han combinado para aumentar el grado de exposición. En estas circunstancias, existe una alta probabilidad de que se produzca una crisis sistémica desencadenada por una perturbación en la balanza de pagos. Para hacer frente a este peligro, se pueden adoptar tres tipos de medidas macroprudenciales. El primer tipo consiste en intervenir de diversas maneras a fin de limitar la vulnerabilidad de la cuenta corriente y la volatilidad de los tipos de cambio, y mitigar así la perturbación “inicial”. El segundo radica en adoptar medidas que frenen la especulación monetaria en un contexto de depreciación de la moneda. Se trata de dos instrumentos destinados a comprobar la magnitud de la perturbación y evitar su amplificación. El tercer tipo de medida consiste en

obligar a los agentes que están expuestos a los riesgos de tipo de cambio a cubrirse frente a dichos riesgos, de modo que se amortigüe la transmisión horizontal de la perturbación.

El reto sigue siendo encontrar la combinación correcta de intervenciones que permitan cierta estabilidad externa. Existen múltiples medidas de carácter macroprudencial que los países pueden adoptar para protegerse contra la vulnerabilidad externa derivada de esas fuentes, o para darle respuesta. Como mínimo, deben exigir la repatriación total de los ingresos procedentes de las exportaciones, así como establecer, y hacer cumplir, un plazo determinado para dicha repatriación. Casi todos los países disponen de normas a ese respecto, y algunos modifican el plazo exigido para la repatriación en función de las tensiones soportadas por la balanza de pagos y la caída de las reservas. Esto no solo garantiza el acceso a las divisas obtenidas para financiar las importaciones y reducir la vulnerabilidad generada por el creciente déficit comercial, sino que también contribuye a reducir la intensidad de cualquier ataque especulativo lanzado contra una moneda en respuesta a los indicios de debilidad de la balanza de pagos. Los países que dependen de los ingresos de las exportaciones y que son susceptibles de sufrir cambios volátiles en los volúmenes y los valores unitarios de las exportaciones también pueden buscar la forma de acumular, cíclicamente, reservas de divisas cuando los precios suban o estén altos, y utilizarlas cuando disminuyan los ingresos de las exportaciones. Si los ingresos de las exportaciones se devengan al Gobierno, estos pueden acreditarse a un fondo soberano de inversión cuando los precios sean elevados y, en cambio, cuando los precios sean bajos, puede recurrirse a la reserva. Otra forma de prepararse para una perturbación comercial y sus consecuencias es contar con una red de seguridad en forma de acuerdos de intercambio de divisas con el banco central de un país asociado que disponga de un acceso adecuado a reservas de divisas fuertes. Los intercambios de divisas sirven como mecanismos de liquidez, ya que ponen a disposición de un banco central, a demanda, la liquidez en dólares (u otra moneda extranjera) necesaria para ayudar a los bancos de su jurisdicción y a los clientes que no disponen de suficiente financiamiento en dólares por culpa de la crisis en los mercados ordinarios.

Una operación de intercambio de divisas entre un banco central nacional y uno extranjero implica dos transacciones: la venta al banco central extranjero de un volumen determinado de la moneda nacional del solicitante por dólares al tipo de cambio vigente en el mercado (tipo de cambio al contado); y la recompra, en una fecha fijada de antemano, de la moneda nacional con dólares por parte del banco central prestatario, al mismo tipo de cambio. Esto asegura al banco central prestamista frente a cualquier riesgo cambiario. Cuando se completa la segunda operación, el banco central prestatario también paga intereses al tipo de mercado, en función del plazo por el que haya dispuesto de la línea de permuta financiera.

B. Dependencia de las exportaciones de productos básicos y vulnerabilidad de la cuenta corriente

En la mayoría de las economías subsaharianas, los ingresos de las exportaciones dependen de los productos básicos, a excepción de unos pocos afortunados que tienen acceso a reservas de petróleo, gas y metales preciosos, especialmente de oro. En el informe *The State of Commodity Dependence 2019*, publicado por la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), se constató que nueve de cada diez países de África Subsahariana dependían de los productos básicos, frente a los dos tercios de los países de Oriente Medio y Norte de África, la mitad de los países de América Latina y el Caribe, y la mitad de los países de Asia Oriental y el Pacífico (UNCTAD, 2019, pág. 3). Se considera que un país depende de los productos básicos si estos representan más del 60% del valor total de las mercancías exportadas. De los países seleccionados para el estudio, Sudáfrica es el único que no entra en esta categoría.

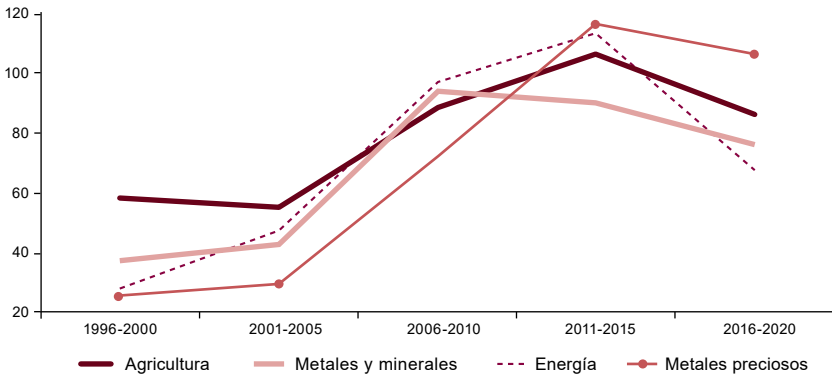
Además, existe una escasa diversificación en la cesta de productos básicos exportados y los destinos de dichas exportaciones. Etiopía y Kenya dependen principalmente de las exportaciones agrícolas; Ghana y Zambia, de las exportaciones de minerales, menas y metales; y Nigeria, de las exportaciones de combustible. El café (28,7%), las semillas oleaginosas (14,5%), el khat (*Catha edulis*, un estimulante psicoactivo) (11,4%), las legumbres (10,2%) y las flores (9,6%) son los principales productos exportados por Etiopía; mientras que los de Kenya son el té, las flores y el follaje y el café. La Unión Europea (28 países) es el principal destino de las exportaciones etíopes, al recibir el 21% del total³. Le sigue China con un 10%. En el caso de Kenya, la Unión Europea también está a la cabeza como destino (32%), seguida del Pakistán, con un 9%. Aquí, al contrario de lo que se suele pensar, China no figura entre los cinco primeros destinos. Entre las principales exportaciones de Ghana se encuentran el oro (36%), el petróleo crudo (20%) y el cacao sin procesar (19%). En este caso, la Unión Europea también es el principal destino (25%), seguida de la India (14%). China, con un 10%, ocupa el quinto lugar. Zambia depende en gran medida del cobre, que representa el 67% de sus ingresos de exportación, y Suiza y China son los principales destinos, al recibir cada uno el 28% de las exportaciones. Nigeria es el mayor productor de petróleo de África y alberga la mayor parte de las reservas de gas natural del continente. Los combustibles aportan el 93% de los ingresos de exportación y alrededor del 70% de los ingresos públicos, pero solo suponen en torno a un 10% del PIB. También aquí la Unión Europea (33%) y la India (21%) son los principales receptores. Sudáfrica depende de una combinación de metales preciosos, minerales, productos básicos agrícolas y algunos productos manufacturados. La plata y el platino (8%), el mineral de hierro (6%) y el oro (6%) representan las principales exportaciones, que se envían principalmente a la Unión Europea (20%) y a China (17%).

³ Cifras extraídas de UNCTAD (2019) que reflejan el promedio en el período 2013-2017.

En vista de la abrumadora dependencia de las exportaciones de unos pocos productos primarios, cuya demanda y precios internacionales son volátiles, el comercio y la cuenta corriente de la balanza de pagos de estos países son cauces a través de los cuales podrían transmitirse las perturbaciones a la economía nacional y desencadenar así dificultades sistémicas.

Cabe destacar algunas características de la estructura de la cuenta corriente en los países seleccionados. En primer lugar, en todos los países, a excepción de Sudáfrica, la balanza comercial de mercancías tenía una influencia dominante o significativa en la magnitud y el signo del saldo de la cuenta corriente. En segundo lugar, los flujos de ingresos secundarios (que incluían los flujos de remesas) tenían una influencia notable en todos los países, excepto en Zambia. En Nigeria, esos flujos eran particularmente elevados en relación con el PIB y, en Sudáfrica, eran negativos (al reflejar los flujos de salida). En tercer lugar, las salidas de ingresos primarios eran elevadas en Nigeria y Sudáfrica; se mantenían moderadas en Zambia; y, desde 2012, iban en aumento en Ghana y Kenya debido al incremento de los flujos de inversión extranjera directa (IED).

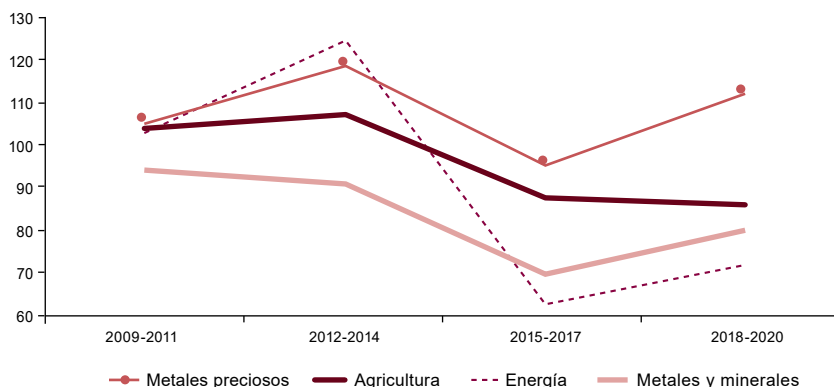
Gráfico IV.4
Evolución en el precio de los productos básicos
(Media de los índices anuales, 2010=100)



Fuente: Banco Mundial, "World Bank Commodities Price Data (The Pink Sheet)", 2021 [en línea] <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/5d903e848db1d1b83e0ec8f744e55570-0350012021/CMO-Pink-Sheet-March-2021>.

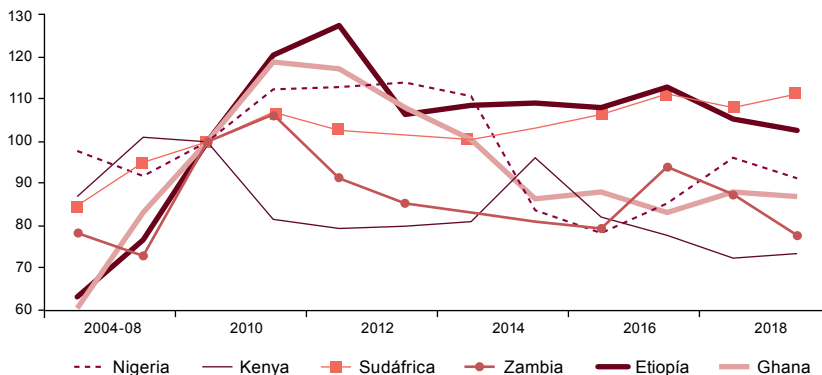
Para los exportadores de productos básicos, el siglo XXI está siendo, de momento, muy dispar. Durante la primera década, se produjo un alza en los precios de los productos básicos en el marco de un superciclo, y tan solo la crisis financiera mundial supuso un obstáculo temporal. Sin embargo, en torno a 2012, los precios de la mayoría de los productos básicos alcanzaron su punto máximo y, desde entonces, han venido disminuyendo hasta hace muy poco (véanse los gráficos IV.4 y V.5). En consecuencia, todos los países seleccionados, a excepción de Sudáfrica (el único que no se definió como dependiente de los productos básicos), experimentaron pérdidas en la relación de intercambio. Las seis economías elegidas para el estudio habían registrado una mejora en su relación de intercambio (proporción entre el precio de las exportaciones y el de las importaciones) en los años previos a 2011/12 (véase el gráfico IV.6). Tras esa fecha, la relación de intercambio disminuyó y esto tuvo consecuencias adversas para la cuenta corriente. Además del efecto negativo en las cuentas corrientes, esto aumentó la dependencia de la deuda y otras entradas de capital extranjero, y ambas cosas incrementaron la vulnerabilidad frente a la inestabilidad sistémica.

Gráfico IV.5
Evolución en el precio de los productos básicos
(Media de los índices anuales, 2010=100)



Fuente: Banco Mundial, "World Bank Commodities Price Data (The Pink Sheet)", 2021 [en línea] <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/5d903e848db1d1b83e0ec8f744e55570-0350012021/CMO-Pink-Sheet-March-2021>.

Gráfico IV.6
Variación en la relación de intercambio de mercancías



Fuente: Fondo Monetario Internacional (IMF), Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa. A Difficult Road to Recovery, Background Paper: Statistical Appendix, octubre, Washington, D.C., 2020.

El aumento de los precios en la primera década no siempre se tradujo en igual medida en un incremento del saldo de la cuenta corriente (véase el cuadro IV.1). Nigeria registró un aumento del excedente por cuenta corriente, que pasó del 1,1% del PIB en 2002 al 20,7% en 2005, y, aunque a partir de entonces el superávit se fue reduciendo, se mantuvo extremadamente alto hasta la crisis financiera mundial de 2008. Kenya y Sudáfrica mantuvieron déficits por cuenta corriente relativamente bajos durante gran parte de la década. Zambia, favorecida por el auge en el precio del cobre, vio caer su déficit por cuenta corriente del 18% en 2001 al 1,2% en 2007, y en 2006 y 2009 registró excedentes por cuenta corriente. Etiopía y Ghana, por el contrario, registraron importantes déficits en varios años de la primera década.

No es de extrañar que, cuando el auge en el precio de los productos básicos perdió impulso y se invirtió durante la segunda década, Etiopía, Ghana y, sobre todo, Kenya empezaran a registrar elevados déficits por cuenta corriente. Tras la crisis financiera mundial, la proporción entre las exportaciones de bienes y servicios y el PIB de Etiopía se redujo del 16,7% en 2011 al 7,9% en 2019. Nigeria siguió registrando excedentes, aunque de mucha menor cuantía; Zambia pasó de obtener excedentes a registrar déficits relativamente pequeños; y Sudáfrica registró déficits relativamente pequeños.

Los déficits de Etiopía también obedecieron al elevado ritmo de crecimiento (véase el cuadro IV.2), que estuvo impulsado por los déficits presupuestarios y las inversiones en proyectos del sector público que se financiaron con deuda externa. La mayoría de los países del conjunto seleccionado, a excepción de Etiopía y Kenya, registraron un descenso en las tasas de crecimiento del PIB durante la segunda década, cuando bajó el precio de los productos básicos. La desaceleración del crecimiento del PIB fue especialmente brusca en Nigeria, donde los ingresos procedentes del petróleo suponían una parte sustancial de los ingresos públicos.

Cuadro IV.1
Saldo de la cuenta corriente como porcentaje del PIB

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Etiopía	-4,5	-1,7	-1,6	-6,6	-12,6	-11,7	-4,2	-6,7	-6,8	-2,1	-3,3	-7,1	-6,4	-10,4	-11,7	-10,6	-7,3	-5,5	..
Ghana	-8,0	-1,7	1,3	-6,6	-10,3	-5,2	-9,6	-11,6	-7,3	-8,5	-9,0	-11,9	-9,1	-6,9	-5,8	-5,1	-3,4	-3,1	-2,8
Kenya	-2,5	-0,9	0,9	-0,8	-1,3	-2,0	-3,2	-5,5	-4,6	-5,9	-9,1	-8,4	-8,8	-10,4	-6,9	-5,8	-7,2	-5,8	-5,8
Nigeria	3,3	1,1	3,2	12,3	20,7	15,5	10,0	8,6	4,8	3,6	2,6	3,8	3,7	0,2	-3,2	0,7	2,8	1,0	-3,8
Sudáfrica	0,3	0,9	-0,9	-2,8	-3,1	-4,4	-5,4	-5,7	-2,7	-1,5	-2,2	-5,1	-5,8	-5,1	-4,6	-2,8	-2,5	-3,6	-3,0
Zambia	-18,0	-15,8	-13,5	-7,1	-2,8	4,6	-1,2	-3,3	6,0	7,5	4,7	5,4	-0,6	-1,4	-3,6	-4,6	-1,7	-1,3	0,6

Fuente: Banco Mundial, Indicadores del Desarrollo Mundial, 2022 [base de datos en línea] <https://databank.bancomundial.org/reports.aspx?source=world-development-indicators>.

Cuadro IV.2
Tasa de crecimiento del PIB

	2001-2010	2011-2019
Etiopía	9,4	9,4
Ghana	6,0	5,2
Kenya	4,6	5,5
Nigeria	7,6	2,6
Sudáfrica	3,9	1,3
Zambia	7,7	4,0

Fuente: Banco Mundial, Indicadores del Desarrollo Mundial, 2022 [base de datos en línea] <https://databank.bancomundial.org/reports.aspx?source=world-development-indicators>.

C. Riesgos vinculados a la cuenta de capital

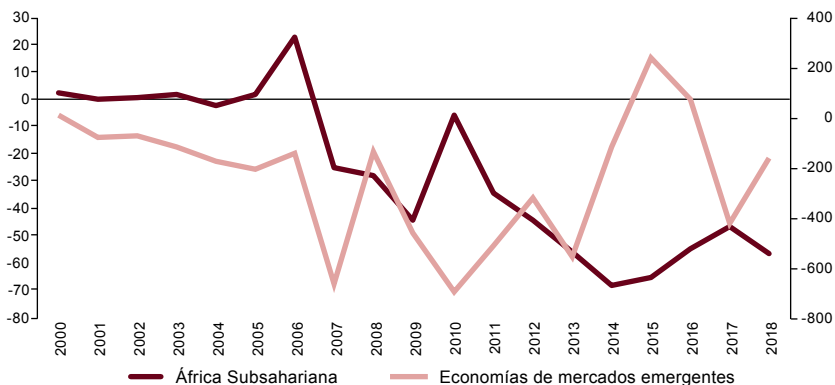
La dependencia de los productos básicos siempre está asociada a una dependencia sustancial y continuada de los flujos de capital. Tanto en los períodos de aumento como de disminución del precio de los productos básicos, se observa una tendencia particular hacia una mayor dependencia del capital extranjero. Cuando los precios suben y mejora la capacidad para hacer frente a las obligaciones externas, muchos países recurren al endeudamiento externo o a la IED para desarrollar sus sectores exportadores de productos básicos. Esto da lugar a salidas de divisas para financiar el pago de intereses, los honorarios técnicos, las regalías y la repatriación de dividendos. Por lo tanto, incluso si la cuenta comercial es relativamente resiliente, el déficit por cuenta corriente puede ser amplio debido a las salidas de pagos en concepto de ingresos primarios. Cuando los precios de los productos básicos bajan, la cuenta corriente se debilita y esto anima a los países a pedir préstamos en el extranjero para financiar la factura de las importaciones y mantener la actividad económica. En consecuencia, la dependencia de los productos básicos intensifica la vulnerabilidad de la balanza de pagos.

Resulta difícil amortiguar la especulación monetaria cuando un país ha aumentado el pasivo de su cuenta de capital con cuantiosas entradas netas de capital y, en consecuencia, ha incrementado su vulnerabilidad frente a la salida o la fuga de capitales. La vulnerabilidad a las crisis sistémicas es mayor cuando las dificultades de la balanza de pagos obedecen a la fuga de capitales derivada de la salida repentina de los inversores financieros extranjeros que invierten en los mercados de bonos y acciones o de la decisión de los residentes de transferir su riqueza fuera del país. Este tipo de vulnerabilidad ha aumentado y se ha generalizado en los países en desarrollo debido a la acumulación masiva de liquidez en el sistema financiero internacional, tanto en el período previo a la crisis financiera mundial de 2008 como tras esta. Esta situación ha obedecido a la adopción de políticas monetarias no convencionales en respuesta a la crisis, entre las que se incluyen la expansión cuantitativa y los tipos de interés próximos a cero. Esas políticas no convencionales se mantuvieron, y en algunos casos se intensificaron, durante la crisis económica causada por el COVID-19. En consecuencia, tras la fuerte caída experimentada cuando estalló la pandemia, los flujos de capital dirigidos a ciertos mercados emergentes y fronterizos se recuperaron. Cuando no fue así, los países se vieron obligados a recurrir al FMI o a los mercados privados en busca de crédito, con la esperanza de que les sirviera para sortear la crisis. Entre las medidas para prevenir la vulnerabilidad ante la fuga de capitales, o reducirla, se incluyen algunas de carácter prudencial que desalientan los flujos de entrada o limitan el acceso y la exposición de los agentes nacionales, tanto financieros como no financieros, a dichos flujos. Las medidas prudenciales también pueden consistir en intervenciones dirigidas a reducir o desalentar los flujos a muy corto plazo que son propensos a sufrir una rápida reversión si no se renuevan.

Según el Instituto de Finanzas Internacionales (Khan, 2021), en 2020 las carteras de los mercados emergentes atrajeron 313.000 millones de dólares en inversiones, un 13% menos que el año anterior debido a la pandemia de COVID-19. Asimismo, el Instituto prevé que los mercados emergentes atraerán 1,06 billones de dólares en IED, inversiones de cartera y flujos bancarios, de los cuales 500.000 millones corresponderán a IED; 374.000 millones, a inversiones de cartera; y 191.000 millones, a flujos bancarios. China será responsable de aproximadamente dos quintas partes de esos flujos (Yahoo, 2021).

En la década de 1990, las economías de mercados emergentes⁴, en su conjunto, experimentaron un aumento de los flujos de capital privado y sus entradas netas pasaron de apenas 3.300 millones de dólares en 1985 a 226.900 millones en 1995, dos años antes de que la crisis del sudeste asiático ahogara las entradas durante un período prolongado. Por otra parte, en África, las entradas de capital privado siguieron siendo bajas y pasaron de 2.300 millones de dólares en 1986 a tan solo 10.900 millones en 1995. Aunque tras la crisis financiera del sudeste asiático se produjo una cierta desviación de los flujos de capital mundial hacia África, el máximo nivel alcanzado por los flujos privados en la década de 1990 fue de 16.700 millones de dólares⁵.

Gráfico IV.7
Flujos de capital privado, 2000 a 2018



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), World Economic Outlook, 2021 [base de datos en línea] <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/world-economic-outlook-databases#sort=%40imfdate%20descending>.

⁴ En la base de datos del informe Perspectivas de la economía mundial de 2000, el total de mercados emergentes comprende a los países en desarrollo, los países en transición, Israel, la República de Corea, Singapur y la Provincia China de Taiwán.

⁵ Dado que las cifras se basan en los métodos empleados en la sexta edición del Manual de balanza de pagos y posición de inversión internacional (FMI, 2009), las cifras negativas de los flujos de capital netos reflejan las entradas y las positivas, las salidas. Ndikumana (2003) señala que la proporción de los flujos de capital privado con respecto al total de los flujos de recursos netos dirigidos a África Subsahariana solo aumentó ligeramente, al pasar del 37% en 1980 al 41% en 1999, mientras que, para el conjunto de países en desarrollo, aumentó del 58% en 1980 al 82% en 1999.

Una de las razones que explicaría el retraso de los flujos de capital es que las reformas financieras adoptadas en los años noventa se centraron más en la liberalización interna que en la externa. Según Reinhart y Tokatlidis (2000, pág. 3), la liberalización pretendía conceder a los bancos centrales más autonomía para dirigir la política monetaria, liberalizar los tipos de interés, evitar o abolir la asignación directa del crédito, implantar la política monetaria a través de instrumentos indirectos, reestructurar y privatizar los bancos y, en líneas generales, desarrollar y propiciar el entorno para un crecimiento adecuado, a través de un sistema basado en el mercado. La liberalización financiera fue un componente importante de esas reformas. Si bien esas medidas de liberalización no aumentan directamente la vulnerabilidad externa, sí lo hacen de manera indirecta, ya que, al fomentar la integración y consolidación financieras en todos los mercados, crean condiciones que facilitan la transmisión de las perturbaciones externas a todo el sistema.

En Briffaut y otros (1998, pág. 5) se señala que aunque también se han logrado algunos avances gracias a la liberalización de las operaciones relacionadas con la cuenta de capital, la mayoría de los países siguen considerándose restrictivos, pues siguen controlando las entradas y salidas de capital, incluida la liquidación de las inversiones. Los controles de las inversiones de cartera, dentro de los límites de los mercados de capitales existentes, parecen desalentar los flujos de capital privado. La liberalización del sector externo se centró en la cuenta corriente y en el desarrollo de los mercados de divisas. Durante ese período, múltiples países pasaron a aplicar acuerdos monetarios no vinculados, mientras que, hasta la década anterior, la inmensa mayoría mantenían acuerdos vinculados. Por supuesto, esto generó otro tipo de vulnerabilidades.

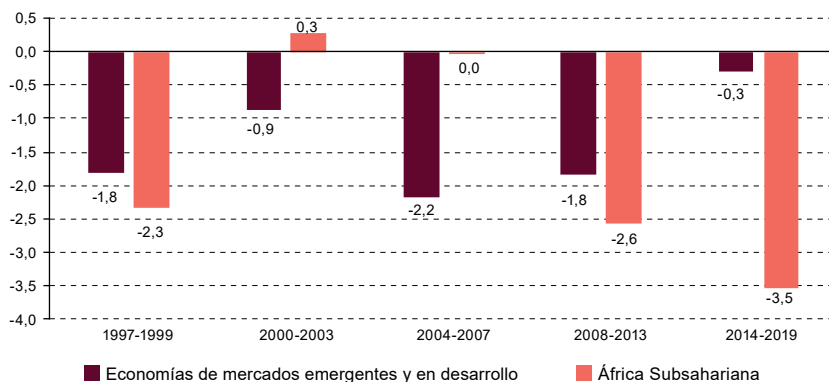
Aunque los datos apuntan a un cierto interés en África por parte de los inversores extranjeros en 1996 y 1997, posiblemente como alternativa al sudeste asiático, los flujos fueron escasos hasta 2005. En 2006 se dispararon y alcanzaron su máximo en 2009, cuando ascendieron a 44.300 millones de dólares. Tras un breve retroceso en 2010 reanudaron su ascenso y el valor de las entradas netas pasó de unos 6.000 millones de dólares en 2010 a 68.000 millones en 2014 (véase el gráfico IV.7). Posteriormente, los flujos de capital disminuyeron a 47.000 millones de dólares en 2017 y, a partir de entonces, se mantuvieron entre 50.000 millones de dólares y 55.000 millones de dólares. Por lo tanto, el aumento de los flujos netos de capital hacia África, si lo hubo, se produjo tras la crisis financiera mundial. El incremento fue más bien intertemporal, en lugar de estar ligado a los flujos enviados al conjunto de economías en desarrollo.

Sin embargo, tras la crisis financiera mundial, los países de África Subsahariana recibieron cuantiosas entradas en proporción con su tamaño económico. En cuanto al PIB, dichos países registraron salidas por valor de aproximadamente medio punto porcentual en 2000-2003. En 2004-2007 las

entradas netas se estancaron, para luego aumentar bruscamente hasta el 2,6% en 2008-2013 y superar la cifra del conjunto de economías emergentes y en desarrollo. Esa cifra siguió aumentando hasta el 3,5% en 2014-2019, en comparación con solo el 0,3% registrado por las economías emergentes y en desarrollo (véase el gráfico IV.2). En el informe *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa*, publicado por el FMI en octubre de 2018 (FMI, 2018, pág. 25), se señaló que: la integración financiera de la región a nivel mundial ha aumentado gracias a la relajación gradual de las restricciones de la cuenta financiera y al fuerte aumento de los flujos de capital no oficiales, especialmente desde la crisis financiera mundial. Los flujos de capital netos no oficiales dirigidos a África Subsahariana, que ascendieron a unos 4.000 millones de dólares en las décadas de 1980 y 1990, se sextuplicaron hasta alcanzar los 25.000 millones de dólares en 2007, antes de duplicarse hasta los 60.000 millones de dólares en 2017. En lo que respecta al PIB, los flujos netos de capital hacia África Subsahariana se han situado en un nivel históricamente alto (3% del PIB) y en 2015-17 superaron a los de las economías de mercados emergentes (en un 2% del PIB, aproximadamente).

No obstante, a raíz de la notable relajación de las condiciones de liquidez en las economías avanzadas, los inversores comenzaron a interesarse por los “mercados frontera” de África Subsahariana. Esto redundó en un fuerte aumento de la emisión de bonos en la región, pues los Gobiernos intentaron aprovechar la oportunidad para aliviar la presión sobre la balanza de pagos y financiar proyectos de infraestructura. Solo en 2019, Ghana, Kenya y Benin emitieron juntos eurobonos por valor de 5.700 millones de dólares en los mercados financieros internacionales. Como resultado, ha aumentado muchísimo la vulnerabilidad (Taylor y Sarpong, 2020).

Gráfico IV.8
Relación entre el flujo de capital neto y el PIB
(En porcentajes)



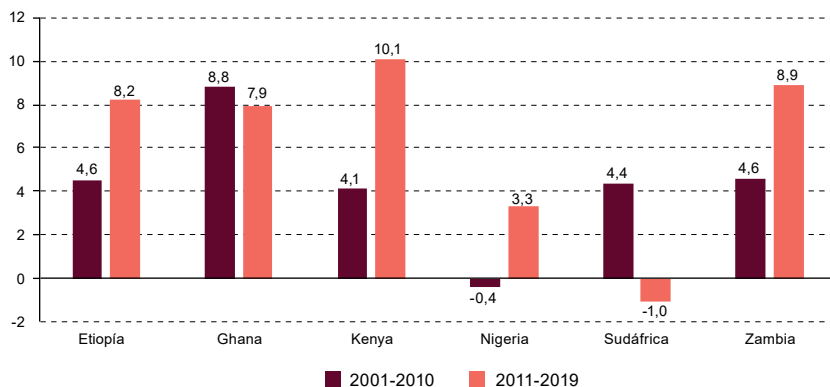
Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), World Economic Outlook, 2021 [base de datos en línea] <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/world-economic-outlook-databases#sort-%40imfdate%20descending>.

Las medidas específicas adoptadas por los países para responder a estos acontecimientos dependen, por supuesto, del tipo de vulnerabilidades afrontadas. A continuación se examinan las seis economías africanas seleccionadas para el presente estudio a fin de evaluar la naturaleza y la magnitud de la vulnerabilidad de la cuenta de capital en cada una de ellas. Además de la vulnerabilidad ocasionada por las operaciones por cuenta corriente, que obedece a la excesiva dependencia de los ingresos de las exportaciones de unos pocos productos básicos y de la entrada de remesas, así como a la excesiva salida de divisas para financiar las importaciones no esenciales, la integración financiera externa a través de flujos financieros, vinculados o no a la deuda, constituye una importante fuente de vulnerabilidad en África. El debate, sustentado en la comprensión de la naturaleza de las vulnerabilidades, se centra en las medidas macroprudenciales adoptadas a lo largo del tiempo para hacerles frente, así como en la eficacia demostrada por dichas medidas. Asimismo, se estudian los factores que explican esa eficacia (o ineficacia).

D. Flujos de capital

Con objeto de financiar los déficits por cuenta corriente, en la segunda década del siglo XXI los flujos de capital aumentaron o se mantuvieron altos en todos los países, a excepción de Sudáfrica (véase el gráfico IV.9). Sin embargo, el patrón de los flujos brutos de capital varió, y esto tuvo diferentes implicaciones en lo referente a la naturaleza y el grado de vulnerabilidad externa, así como a la exposición a posibles riesgos sistémicos (véanse los gráficos IV.10 a IV.15 y el cuadro IV.3). Las tres categorías de entradas de capital registradas en los seis países fueron: los flujos de IED, otros flujos de inversión (en gran medida, flujos de capital bancario) y las entradas de capital de cartera. Si los flujos de IED reflejan, como deberían hacerlo por definición, las inversiones en activos con un interés a largo plazo, serán la fuente menos volátil y, en consecuencia, la que menos incrementa la vulnerabilidad externa. Los otros flujos de inversión, principalmente préstamos, pueden ser de naturaleza a corto plazo y están asociados a obligaciones de pago anuales en divisas extranjeras. Pueden resultar volátiles y, en un contexto de depreciación de la moneda local, transmitir el riesgo a todo el sistema al aumentar la carga del servicio de la deuda y provocar quiebras y cierres. Los flujos de inversión de cartera son, por supuesto, la principal fuente de vulnerabilidad, ya que se trata de flujos libres que buscan rendimientos en forma de ganancias de capital o márgenes derivados de los diferenciales de rentabilidad e impulsados por inversores caprichosos.

Gráfico IV.9
Valor medio anual de los flujos brutos de capital con respecto al PIB
(En porcentajes)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), World Economic Outlook, 2021 [base de datos en línea] <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/world-economic-outlook-databases#sort=%40imfdate%20descending>.

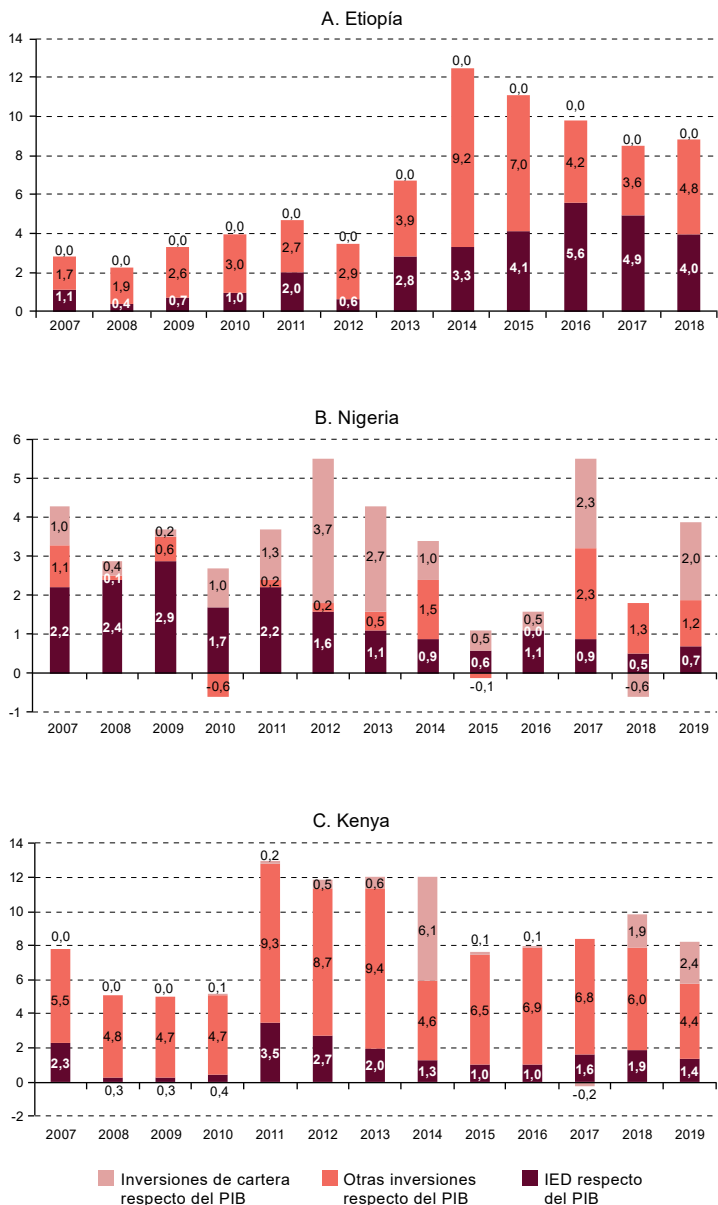
Ghana y Zambia dependen predominantemente de los flujos de IED, si bien los otros flujos de inversión y los flujos de inversión de cartera han desempeñado un papel notable, aunque volátil (medido en relación con el PIB). Sin embargo, parecen ser los países menos vulnerables al riesgo asociado a la dependencia de la entrada de capital. Etiopía prácticamente no está expuesta a las entradas de capital de cartera, ya que depende en gran medida de la IED y de otros flujos de inversión. Su dependencia de la deuda aumentó considerablemente hasta 2014 y se ha ido moderando desde entonces, aunque no lo suficiente como para aislarla de la vulnerabilidad que entraña la exposición a pasivos denominados en moneda extranjera. Kenya también tiene una exposición limitada a los flujos de inversión de cartera, pero depende, por otro lado, de otros grandes flujos de inversión. En cambio, Nigeria y Sudáfrica atrajeron un volumen considerable de entradas de capital de cartera. En el caso de Nigeria, esto se combinó con importantes flujos de IED hasta 2012 y, más recientemente, con entradas de deuda, mientras que, en el caso de Sudáfrica, los flujos de inversión de cartera predominaron durante la mayor parte del período 2007-2019.

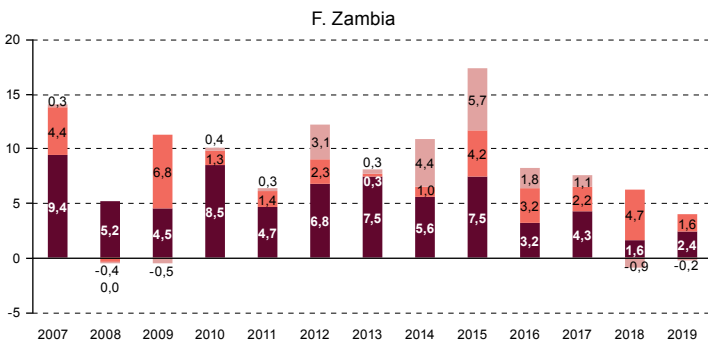
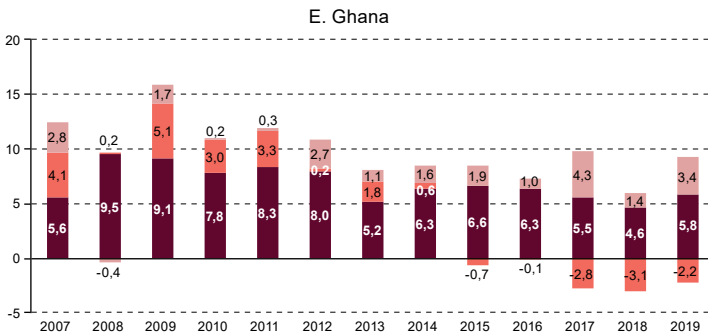
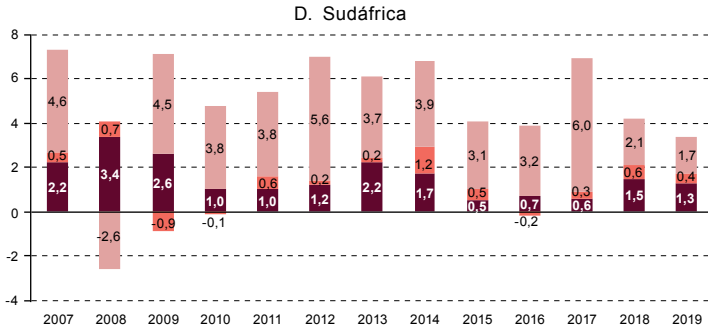
Cuadro IV.3 (conclusión)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Inversión extranjera directa	8 588,70	7 002,60	5 534,30	4 680,80	3 059,90	4 447,90	3 500,70	1 811,70	3 287,00
Inversiones de cartera	2 570,80	9 959,00	5 532,10	1 045,00	-476,6	325,1	2 924,30	1 259,20	-1 548 50
Proporción de deuda sobre el total	16,8	2,3	21,6	45,0	61,9	33,2	55,9	71,0	72,0
Proporción de IED sobre el total	64,0	40,4	39,2	44,9	45,1	62,3	24,0	17,1	52,9
Sudáfrica									
Deuda a largo plazo	17 734,10	16 458 60	4 840,50	7 239,10	-866,9	9 363,50	21 681,60	-1,038,70	6 374,70
Deuda a corto plazo	-1 196,00	7 334,00	-619	793	1 033,00	716	6 839,00	124	-2 335 00
Inversión extranjera directa	2 903,40	1 671,30	2 698,90	1 291,70	-596,3	364,4	-265,5	1 377,70	1 485,90
Inversiones de cartera	63,2	7 159,10	7 282,90	9 337,80	8 499,10	1 639,70	7 588,30	2 945,70	-4 289 30
Proporción de deuda sobre el total	84,8	72,9	29,7	43,0	2,1	83,4	79,6	-26,8	326,8
Proporción de IED sobre el total	14,9	5,1	19,0	6,9	-7,4	3,0	-0,7	40,4	120,2
Zambia									
Deuda a largo plazo	598,9	1 214,30	644,4	3 008,90	2 891,10	3 558,40	1 916,80	2 051,90	8 193,20
Deuda a corto plazo	-622	294	-72,4	69,5	-79,4	22,2	81,4	-225,1	196,3
Inversión extranjera directa	941,7	-24,9	369,6	726,6	309,2	267,2	547	-502,3	-305,6
Inversiones de cartera	24,6	-7,4	5,5	6,1	0,2	3	-2,5	-5,4	-0,7
Proporción de deuda sobre el total	-2,4	102,2	60,4	80,8	90,1	93,0	78,6	138,5	103,8
Proporción de IED sobre el total	99,8	-1,7	39,0	19,1	9,9	6,9	21,5	-38,1	-3,8

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), World Economic Outlook, 2021 [base de datos en línea] <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/world-economic-outlook-databases#sort=%40imfdate%20descending>.

Gráfico IV.10
Países seleccionados de África: entradas de capital





■ Inversiones de cartera respecto del PIB ■ Otras inversiones respecto del PIB ■ IED respecto del PIB

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), World Economic Outlook, 2021 [base de datos en línea] <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/world-economic-outlook-databases#sort=%40imfdate%20descending>.

Cuadro IV.4
Magnitud del aumento de las entradas netas entre el final
y el comienzo de los períodos: proporción

	1998-2000 en relación con 1990-1992	2007-2008 en relación con 2001-2003	2017-2019 en relación con 2009-2011
Etiopía	0,72	1,85	4,17
Ghana	2,07	7,08	0,50
Kenya	2,53	10,18	1,97
Nigeria	0,64	0,54	0,21
Sudáfrica	-2,03	-13,50	0,70
Zambia	1,62	0,30	-0,05

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics, 2021 [base de datos en línea] <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

El incremento intertemporal de las entradas de capital en África se refleja en el cuadro IV.4, que presenta la relación entre las entradas netas medias al final y al comienzo de tres períodos: de 1990-1992 a 1998-2000; de 2001-2003 a 2007-2009; y de 2009-2011 a 2017-2019 para los seis países de África seleccionados en el presente estudio. Las cifras pueden ser negativas si, en alguno de esos subperíodos, el país en cuestión registró salidas netas de capital. Mientras que el aumento de las entradas netas en Etiopía fue gradual durante los primeros períodos (quizás debido a su condición de país de ingreso bajo) y significativo en el tercero, Ghana experimentó un incremento mucho mayor entre los períodos 2001-2003 y 2007-2009. Zambia registró un aumento relativamente pequeño de los flujos netos, a pesar de considerarse el país más liberalizado del conjunto según el índice de Chinn e Ito y el índice de Klein. Además, en el período más reciente se registró una proporción negativa, lo que apunta a años concretos en los que hubo salidas netas considerables.

Los casos más interesantes son Nigeria y Sudáfrica. Mientras que Nigeria experimentó un aumento relativamente pequeño en las entradas netas durante los tres períodos, el país registró a lo largo del tiempo importantes salidas netas, cuyo valor medio superó los 8.900 millones de dólares al año en 2001-2008 y los 4.800 millones de dólares en 2010-2012. Sudáfrica registró valores negativos considerables durante los dos primeros períodos, especialmente en el segundo. Esto se debió a las salidas netas en el período 2001-2003 (media de 1.290 millones de dólares), y a un importante repunte de las entradas netas positivas a partir de entonces, que en 2009 ascendieron a 18.500 millones de dólares. Esas entradas netas alcanzaron un máximo de 25.400 millones de dólares en 2012, tras lo cual registraron un lento descenso inicial y una fuerte caída posterior hasta llegar a los 11.900 millones de dólares en 2018.

El aumento registrado desde 2007 de los flujos hacia algunos de estos países africanos no puede explicarse únicamente por la liberalización financiera exterior. Hubo factores que despertaron el interés de los inversores e impulsaron los flujos de capital desde el lado de la oferta. Según el FMI (2018), la experiencia de África Subsahariana sugiere que una serie de “factores externos”, como los tipos de interés de los Estados Unidos y los precios de los productos básicos, afectaron a la magnitud de las entradas brutas, de modo que la bajada de los tipos de interés y el incremento de los precios de los productos básicos favorecieron las entradas. El efecto de la bajada de los tipos de interés debe de haberse visto intensificado por la enorme inyección de liquidez en respuesta a la crisis financiera mundial.

Como la IED desempeñó un papel importante en muchos de estos países, la volatilidad de los flujos de capital se amortiguó en cierta medida. Sin embargo, los otros flujos de inversión aumentaron significativamente y, según el FMI, “entre los diferentes tipos de flujos, la categoría de otras inversiones (que incluye los flujos bancarios transfronterizos) supone la más volátil para África Subsahariana, como ocurre en las economías de mercados emergentes” (FMI, 2018, pág. 23). Además, en algunos países aumentaron notablemente las entradas de capital de cartera. La creciente importancia de los flujos de inversión de cartera ya ha hecho que aumente la volatilidad de los flujos de capital.

Por lo tanto, además del volumen de la deuda en relación con el PIB, otro indicador de la vulnerabilidad asociada a la deuda es la composición de la misma. La vulnerabilidad aumenta de manera directamente proporcional a la cantidad de deuda contraída por deudores privados y al porcentaje de deuda a corto plazo sobre el total. Además, existe una especial vulnerabilidad si los tenedores de bonos son acreedores significativos o importantes, ya que pueden exigir tipos de interés más altos, vender y salirse u oponerse a la reestructuración de la deuda.

En Etiopía, una proporción abrumadora (97%) de la deuda externa era a largo plazo (véase el cuadro IV.3) y había sido contraída íntegramente por el sector público, lo que añadía otra dimensión de resiliencia a la exposición de la cuenta de capital del país. En Kenya y Ghana, la deuda a corto plazo suponía en torno al 8% y al 17%, respectivamente, del total de deuda pendiente en 2019, aunque el sector público era el responsable de la mayor parte de la deuda externa a largo plazo. Por otro lado, en Zambia, aunque la deuda a largo plazo representaba el 95% del total, un 57% era deuda privada sin garantía. Evidentemente, la regulación del acceso del sector privado a los mercados de deuda externa se había relajado. Las consecuencias de esto quedaron patentes en Zambia cuando, a raíz de la crisis del COVID-19, el país dejó de pagar su deuda.

Los acreedores privados también están cobrando importancia en esos mercados. En 2019, alrededor de 6.800 millones de dólares (el 25%) de la deuda pública a largo plazo de Etiopía se debían a acreedores privados; de ellos, 1.000 millones se adeudaban a tenedores de bonos y el resto, a bancos comerciales. En Ghana, 11.800 millones de dólares (el 58%) de la deuda pública (deuda pública con garantía pública) se debían a acreedores privados y, de ellos, 8.000 millones se adeudaban a tenedores de bonos. En Kenya, 7.100 millones de dólares (el 24%) de la deuda pública con garantía pública se debían a acreedores privados y, de ellos, 6.100 millones se adeudaban a tenedores de bonos. En Zambia, el 49% de la deuda pública se debía a acreedores privados, incluidos 3.000 millones de dólares (el 56%) que se adeudaban a tenedores de bonos. Toda la deuda privada se había contraído con bancos comerciales. Dada la naturaleza volátil de los flujos privados, esto era otra señal de una vulnerabilidad cada vez mayor.

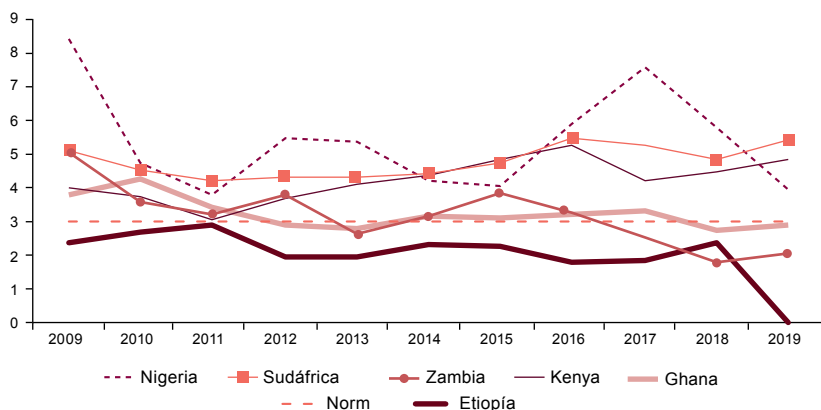
Aunque la deuda representaba una parte menor del total de entradas de capital en Nigeria y Sudáfrica, se observaban indicios de vulnerabilidad notable. En Nigeria, aunque la deuda a largo plazo representaba el 96% del total, el 48% de ella correspondía al sector privado. Los acreedores privados aportaban el 41% de la deuda pública con garantía pública y toda ella recaía en manos de tenedores de bonos. En el caso de la deuda privada, el 11,6% correspondía a tenedores de bonos y el resto, a bancos comerciales. En Sudáfrica, en 2019 el sector público era responsable del 57% de los saldos de deuda externa a largo plazo, y los acreedores privados aportaban el 91% de la deuda pública a largo plazo y los tenedores de bonos, el 64%. En el caso de la deuda privada, los bancos comerciales aportaban el 82% y los tenedores de bonos, el 18%.

La combinación de la debilidad de la cuenta corriente y la dependencia de las entradas de capital ha ejercido presión sobre las reservas de algunos países (véase el gráfico IV.11). En Etiopía, el nivel de reservas ha sido sistemáticamente inferior al nivel recomendado, equivalente a tres meses de importaciones, y las reservas de Ghana y Zambia han fluctuado en torno a ese nivel. La proporción de las reservas en relación con la deuda externa, al alza en los años previos a la crisis de 2008, ha ido disminuyendo desde entonces de forma generalizada (véanse los gráficos IV.12 y IV.13). Esto también ha ejercido presión sobre el tipo de cambio de la moneda nacional en todos estos países (véase el gráfico IV.14).

Hay otra característica de los flujos de capital hacia los países africanos que es digna de mención. Mientras que en la mayoría de los

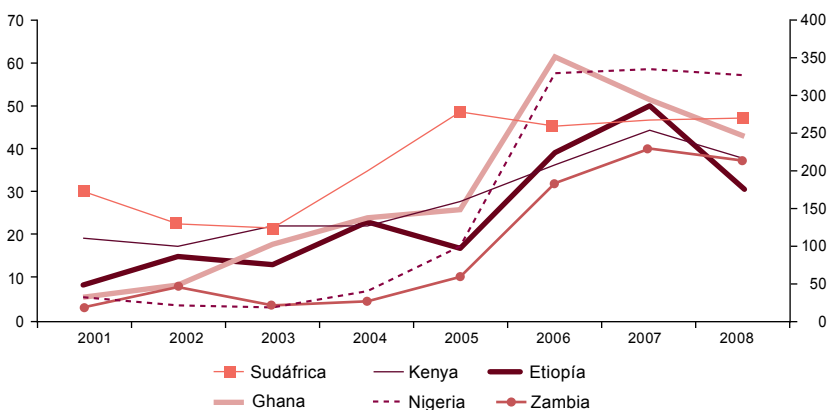
países seleccionados los flujos brutos se corresponden más o menos con las entradas netas, lo que implica que los residentes no adquirieron gran cantidad de activos en el extranjero, esta correspondencia entre los flujos brutos y las entradas netas no se da en el caso de Nigeria y Sudáfrica. Esto indica que la liberalización de la cuenta de capital en esos países facilitó también las salidas de capital y no solo las entradas.

Gráfico IV.11
Reservas totales en meses de importaciones



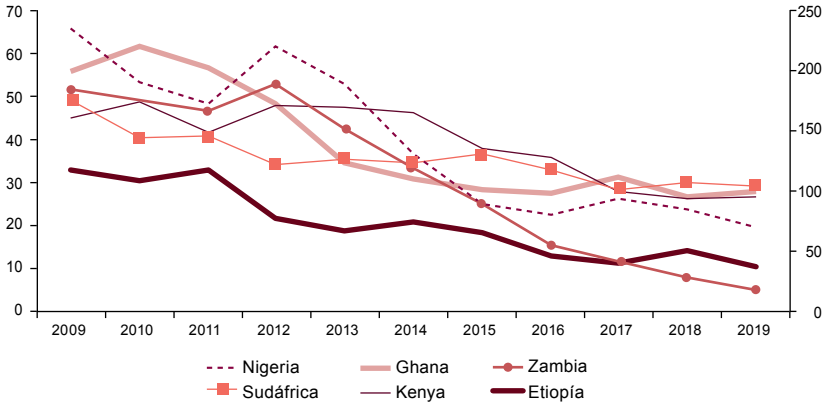
Fuente: Banco Mundial, Indicadores del Desarrollo Mundial, 2022 [base de datos en línea] <https://databank.bancomundial.org/reports.aspx?source=world-development-indicators>.

Gráfico IV.12
Reservas totales: porcentaje del total de deuda externa, 2001-2008



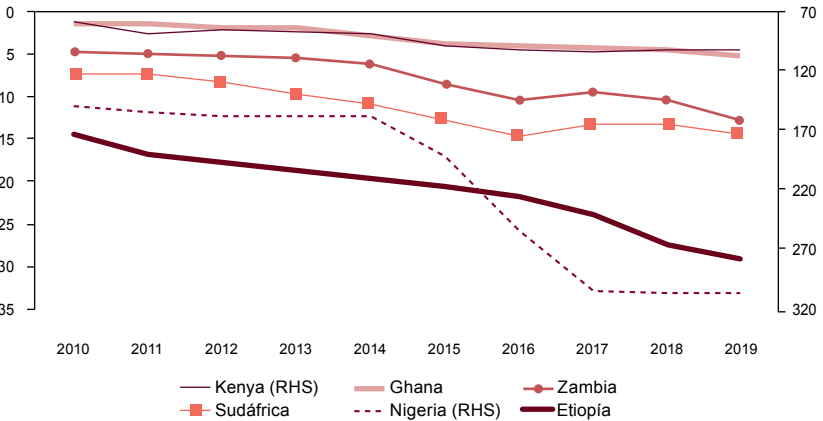
Fuente: Banco Mundial, Indicadores del Desarrollo Mundial, 2022 [base de datos en línea] <https://databank.bancomundial.org/reports.aspx?source=world-development-indicators>.

Gráfico IV.13
Reservas totales: porcentaje de la deuda externa, 2009-2019



Fuente: Banco Mundial, Indicadores del Desarrollo Mundial, 2022 [base de datos en línea] <https://databank.bancomundial.org/reports.aspx?source=world-development-indicators>.

Gráfico IV.14
Tipo de cambio oficial (unidades de divisa local por dólar estadounidense), promedio



Fuente: Banco Mundial, Indicadores del Desarrollo Mundial, 2022 [base de datos en línea] <https://databank.bancomundial.org/reports.aspx?source=world-development-indicators>.

Las vulnerabilidades creadas por estas características de los flujos de capital pueden tener efectos colaterales que terminen desencadenando problemas sistémicos. Por ejemplo, en lo que respecta a la deuda externa, que sigue siendo un componente dominante de las entradas ajenas a la IED, todas las perturbaciones externas que afectan negativamente a los ingresos corrientes pueden desencadenar un esquema Ponzi en el que se obtienen nuevos préstamos para cumplir con las obligaciones relacionadas con el servicio de la deuda, lo que lleva a una situación en la que la deuda

agregada se vuelve insostenible. La depreciación de la moneda causada por la debilidad de la cuenta corriente no hace más que agravar el problema, ya que si la exposición al riesgo cambiario no está cubierta o tan solo lo está parcialmente, podría dispararse el costo del servicio de la deuda en moneda local. Cuanto mayor sea la proporción de deuda en manos de prestatarios privados, tanto financieros como no financieros, mayor será la pérdida sufrida y más grave será la perturbación ocasionada en el balance general, lo que aumenta la probabilidad de impagos, ventas de activos en condiciones desfavorables o quiebra.

Si la deuda contraída es a corto plazo o a través de emisiones de bonos abiertas a los inversores extranjeros, los acreedores o inversores pueden retirarse rápidamente y negarse a renovar la deuda o vender los bonos y repatriar los beneficios. La consiguiente salida de capitales puede agotar las reservas, provocar la depreciación de la moneda, desencadenar un ataque especulativo contra la misma y generar una crisis mayor. Huelga decir que esta concatenación de sucesos también puede producirse por la fuga de otros tipos de capital deambulante, como las inversiones de cartera en acciones y productos derivados.

Para hacer frente a esas vulnerabilidades habría que limitar todas las entradas de capital que no sean IED, y frenar la exposición a los tipos de entradas más volátiles. Para limitar la exposición de la deuda externa contraída por los gobiernos se requiere adoptar una decisión administrativa que establezca un límite máximo de endeudamiento. Sin embargo, para frenar el endeudamiento externo por parte de las entidades privadas y limitar la exposición de los agentes privados a los pasivos externos, es necesario que las medidas de control de capitales adoptadas sean de carácter macroprudencial. Dado que los países en desarrollo de África, al igual que ocurre en otras partes, están optando por una liberalización financiera en la que se eliminan los controles de capital que prohíben o fijan cuotas a las entradas de diferentes tipos de capital, el tratamiento de la volatilidad y la vulnerabilidad depende ahora de medidas macroprudenciales. A continuación, se analizan la naturaleza y la eficacia de dichas medidas en los seis países africanos seleccionados.

II. Etiopía

A. Gestión del flujo de capital

Dada la vulnerabilidad externa y la posibilidad de que se produzcan efectos sistémicos adversos, la mayoría de los países africanos han puesto a prueba medidas para regular la entrada de capitales. En Etiopía, con una vulnerabilidad comercial y de cuenta corriente relativamente

alta, la política oficial se ha inclinado por frenar las transacciones de capital externo en el sector privado. Como se observa en la base de datos del *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER) del FMI⁶, en 2001 comenzaron a aplicarse una serie de medidas destinadas a prevenir la vulnerabilidad externa y la inestabilidad de los tipos de cambio.

El régimen de control de capitales de Etiopía es bastante estricto. En el año 2000, los bancos solo podían pedir préstamos o celebrar acuerdos con bancos extranjeros si contaban con la autorización del Banco Nacional de Etiopía (NBE). Los residentes no podían invertir en el extranjero ni en valores extranjeros, y los no residentes no podían invertir en bonos del Estado o del Tesoro. Los bancos necesitaban la aprobación previa del NBE para pedir préstamos en el extranjero. Los demás residentes, además de precisar la aprobación previa del NBE para pedir préstamos en el extranjero, debían utilizar los créditos para realizar inversiones que generaran exportaciones. Más concretamente, los residentes no podían conceder créditos financieros o comerciales a los no residentes, prestar en divisas o comprar valores emitidos localmente denominados en monedas extranjeras (salvo autorización expresa del NBE). Tampoco podían adquirir acciones, títulos o bonos emitidos en el extranjero y denominados en monedas extranjeras sin la autorización del NBE. Se había fijado un límite máximo para las inversiones de los inversores institucionales residentes en valores emitidos por no residentes y para la cartera de inversiones en el extranjero.

Al tiempo que los residentes no podían invertir directamente en el extranjero, la entrada de IED también estaba muy controlada. Tan solo se permitía invertir en los sectores de las telecomunicaciones y la defensa en asociación con el Gobierno. Únicamente el Gobierno podía invertir en los servicios postales (excepto el servicio de mensajería), la transmisión y el suministro de electricidad a través del Sistema Nacional Integrado de Redes y los servicios de transporte aéreo que empleaban aviones con capacidad para más de 20 pasajeros. Todas las inversiones (salvo las relacionadas con el transporte, la generación y el suministro de electricidad y los servicios conexos) debían contar con la aprobación y certificación previas de la Comisión de Inversiones de Etiopía.

Todos los derechos de propiedad de la tierra se conferían al Estado, y no se permitía la propiedad privada. Los derechos de los usuarios de la tierra debían adquirirse a través de certificados o acuerdos de arrendamiento. Tampoco se permitía a los inversores extranjeros poseer

⁶ Salvo que se indique lo contrario, la información sobre los acuerdos cambiarios y las restricciones de cambio para todos los casos de países se ha extraído de Fondo Monetario Internacional (FMI), AREAER [base de datos en línea] <https://www.elibrary-areaer.imf.org/Pages/Home.aspx>.

tierras, si bien podían acceder a ellas mediante acuerdos de arrendamiento firmados con el Gobierno. Los residentes no tenían permitido adquirir bienes personales en el extranjero.

La política de IED favorecía la producción para la exportación, y existían concesiones destinadas a impulsar la IED en beneficio de las exportaciones. Los nuevos proyectos de la industria manufacturera o agroindustrial en los que al menos el 50% de la producción se exportaba, o al menos el 75% de la producción se utilizaba como insumo para producir artículos de exportación, estaban exentos de impuestos sobre la renta durante un máximo de seis años. Las actividades de inversión que exportaban menos del 50% de su producción también se beneficiaban de hasta tres años de exención del impuesto sobre la renta.

Hasta 2018, apenas se habían introducido ligeras modificaciones en esa normativa. Algunas restricciones a la cuenta de capital se relajaron en 2014, y se permitieron los préstamos a no residentes, los préstamos locales en moneda extranjera, la compra de valores denominados en moneda extranjera y emitidos localmente o el tratamiento diferenciado de las cuentas de depósito en moneda extranjera. Sin embargo, este margen de maniobra se eliminó en 2016.

Este entorno regulatorio conllevó que, además de las limitadas entradas de capital, la IED y el endeudamiento público dominaran las entradas brutas y que el crédito comercial se redujera a poco más de una quinta parte después de 2004. Los flujos más volátiles se han mantenido a raya en un país extremadamente vulnerable a las perturbaciones en la balanza de pagos.

B. Gestión del tipo de cambio

En vista de los controles de capital en vigor, la intervención macroprudencial se centró en la vulnerabilidad de la cuenta corriente. Debido a las limitadas posibilidades de transformación a través del comercio, debido a la dependencia del país de las exportaciones de café, semillas oleaginosas y oro, Etiopía ha tenido siempre dificultades para financiar el costo de las importaciones. Dada la volatilidad de los ingresos procedentes de las exportaciones, el déficit por cuenta corriente se situó por encima del 5% del PIB en casi todos los años posteriores a la crisis financiera mundial y, en muchos de ellos, llegó a superar el 10%. En todos los años para los que se dispone de datos, el déficit comercial de bienes y servicios fue significativamente superior al déficit por cuenta corriente, en gran parte debido a la entrada de remesas. Sin embargo, el déficit por cuenta corriente, junto con una baja tasa de ahorro interno, ha conducido a una dependencia sustancial de la deuda externa para financiar los proyectos y los gastos

presupuestarios en el sector público. Esta vulnerabilidad ha influido en la política, y algunas de las medidas son similares a las intervenciones de carácter macroprudencial.

Un ejemplo fue el sistema de gestión del tipo de cambio adoptado desde 2001, cuando el país pasó de un sistema de subasta para asignar las divisas y determinar el tipo de cambio de mercado (en un acuerdo de doble tipo: oficial y de mercado)⁷ a un sistema en el que el tipo de cambio se determinaba en el mercado interbancario de divisas y estaba influido por la intervención del banco central. No hay límites oficiales en lo que respecta al diferencial entre el precio de oferta y de compra; los participantes que cumplen los requisitos establecen los tipos de compra y venta para su propia cuenta. Todos los bancos comerciales con licencia del NBE pueden participar en el mercado. Esas medidas macroprudenciales supusieron la intervención del banco central en los mercados de divisas para gestionar los movimientos del birr etíope. El NBE interviene diariamente en el mercado de divisas para determinar el tipo de cambio indicativo y mantenerlo en la trayectoria escogida.

El tipo de cambio oficial del birr frente al dólar se equipara al tipo de cambio medio ponderado que estaba vigente en el mercado interbancario de divisas el día anterior. El tipo de cambio oficial se aplica a todas las transacciones, incluidas las compras a los exportadores, las transferencias de remesas y otras adquisiciones realizadas por los bancos comerciales. En vista de la persistente inflación, el tipo de cambio nominal dentro de este sistema debía situarse en una trayectoria de depreciación continua para mantener el tipo real prácticamente estable y proteger la competitividad de las exportaciones. Cuando lograba su objetivo, esta política determinaba las variaciones en el tipo de cambio a lo largo del tiempo, excepto durante los períodos de ajuste *ad hoc*. Por ejemplo, en enero de 2009, el birr se devaluó dos veces antes de volver a la tendencia original. También hubo dos devaluaciones puntuales en 2010.

Sin embargo, debido al bajo nivel de reservas (véase el gráfico IV.15), la capacidad del NBE para gestionar de esta manera el tipo de cambio también era limitada. En la práctica, el valor del birr pasó de unos 9,5 birr por dólar a principios de octubre de 2008 a 18,7 birr en octubre de 2013; 27,8 birr en octubre de 2018; y 41 birr al 21 de marzo de 2021. A pesar de esto, el tipo de cambio efectivo real no pudo mantenerse estable, sino que se fue apreciando con el tiempo (véase el gráfico IV.15), porque la inflación en Etiopía era superior a la de sus principales socios comerciales. Esto también afectó a la competitividad de las exportaciones.

⁷ El Banco Nacional de Etiopía subasta las divisas obtenidas de los ingresos por exportación, los préstamos y las donaciones, y el tipo de venta oficial es el tipo de cambio al que se equilibra el mercado. Los bancos negocian las divisas en un mercado interbancario y, en ese proceso, determinan el tipo de cambio de mercado.

Debido a la vulnerabilidad del tipo de cambio, uno de los principales objetivos de la intervención macroprudencial radica en mantener las reservas de divisas. De no conseguirse, el FMI parece ser la segunda mejor opción; no es la de preferencia por la condicionalidad que lleva asociada y el efecto negativo que tiene sobre la imagen del país entre los inversores extranjeros y las agencias de calificación crediticia. Más recientemente, los países en desarrollo han estado experimentando con los intercambios de divisas de los bancos centrales como un acuerdo de respaldo para aumentar las reservas. Para que un intercambio de divisas sea eficaz, debe ser un acuerdo para intercambiar la moneda nacional por otras monedas fuertes en las que se suele denominar el comercio, principalmente el dólar, o por la moneda de un país que suponga una importante fuente de importaciones. En este último caso, el intercambio permite que el país prestatario ahorre sus activos en divisas fuertes al saldar las deudas con un socio comercial que es fuente de importaciones. En 2017, cuando las reservas de Etiopía se habían reducido a aproximadamente dos meses y medio de importaciones, el país firmó un acuerdo trienal de intercambio de divisas con el Sudán, por el equivalente a 16 millones de dólares, que le permitió usar su moneda en el territorio de la otra parte sin convergencia monetaria.

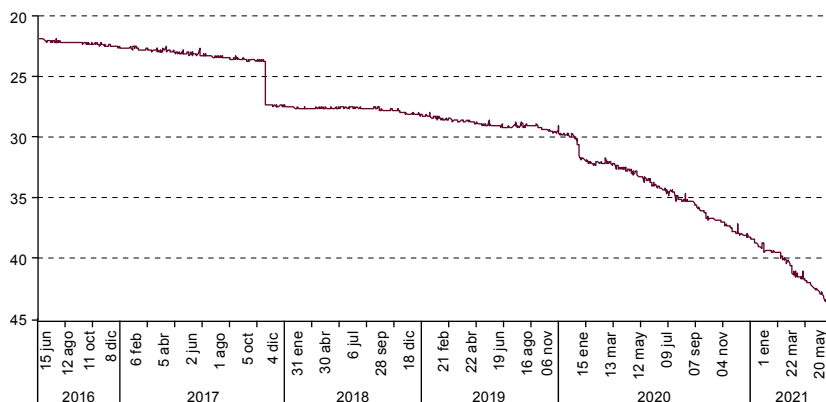
C. Crisis del COVID-19

La pandemia de COVID-19 incidió negativamente en las remesas enviadas a Etiopía y redujo los ingresos por exportaciones, incluidos los del transporte aéreo generados a través de Ethiopian Airlines. Sin embargo, debido al fuerte descenso de las importaciones provocado por la recesión, la cuenta corriente tendió a fortalecerse por un pequeño margen. Las exportaciones de mercancías, a excepción del oro, cayeron un 4,1% entre julio y diciembre de 2020 (en términos interanuales). Las exportaciones de prendas de vestir, textiles y frutas y verduras también se vieron afectadas con el inicio de la pandemia, y las exportaciones de servicios, dominadas por el transporte aéreo, registraron un crecimiento negativo. Las remesas también se redujeron un 10% en el ejercicio económico de 2020, pero recuperaron terreno durante la primera mitad de ejercicio económico de 2021. Sin embargo, como las importaciones de mercancías cayeron significativamente, el saldo de la cuenta corriente se redujo del 5,1% del PIB en el ejercicio económico de 2019 (del 8 de julio al 7 de julio) al 4% en el ejercicio económico de 2020. En la cuenta de capital, la IED se redujo un 20% durante el ejercicio económico de 2020, lo que provocó una caída de las reservas, a pesar de que también disminuyó del déficit por cuenta corriente.

En consecuencia, la depreciación del birr durante la pandemia fue mucho más acusada que antes de esta (véase el gráfico IV.15). El banco central permitió que el birr se depreciara hasta llegar al 21% en valores nominales frente al dólar estadounidense en el ejercicio económico de 2020 (en comparación con el 6% de los años anteriores). En consecuencia, el tipo de cambio real se depreció en el último trimestre de 2019 por primera vez desde 2017. Esa tendencia se invirtió en febrero y marzo de 2020, ya que el ritmo de depreciación nominal se ralentizó y la inflación aumentó en relación con los socios comerciales, impulsada por los alimentos y la electricidad.

Al verse perjudicadas las entradas de capital, el país experimentó un déficit de financiamiento en moneda extranjera, lo que le obligó a dirigirse al FMI para obtener apoyo en el marco del Instrumento de Financiamiento Rápido (IFR) y a solicitar ayuda en forma de donaciones en el marco de la ventanilla de contención de catástrofes del Fondo Fiduciario para Alivio y Contención de Catástrofes (FFACC). Dada la escasez de divisas, las autoridades etíopes, que ya habían demostrado prudencia con respecto a los flujos de capital, optaron por relajar la reglamentación relativa a la deuda exterior. A partir de agosto de 2020, los bancos comerciales estuvieron autorizados a realizar operaciones de intermediación en divisas a través de la obtención de préstamos en moneda extranjera, también de prestamistas extranjeros, y la concesión de créditos en moneda extranjera a prestatarios locales. En consecuencia, los bancos comerciales pudieron conceder préstamos en divisas a nivel local. En lugar de tomar medidas para revertir la dependencia de la deuda, el Gobierno aumentó esa dependencia.

Gráfico IV.15
Birr etíope por dólar



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), World Economic Outlook, 2021 [base de datos en línea] <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/world-economic-outlook-databases#sort=%40imfdate%20descending>.

D. Respuesta frente a la transmisión de riesgos

Ante el riesgo de que se produjeran perturbaciones causadas por la vulnerabilidad externa, también se adoptaron medidas para prevenir la especulación monetaria y a limitar la amplificación y transmisión de los efectos de dichas perturbaciones a nivel de todo el sistema. En casi todos los países africanos analizados en el presente estudio, se hizo mucho hincapié en garantizar la repatriación de los ingresos procedentes de las exportaciones. Los ingresos netos debían repatriarse en su totalidad. En Etiopía, salvo el 10% de los ingresos de exportación que el exportador podía retener en divisas, el saldo debía repatriarse en un plazo máximo de 28 días y convertirse a la moneda local al tipo de cambio interbancario. Los fondos en divisas podían utilizarse para sufragar la importación de bienes y servicios, la promoción de las exportaciones, los programas de formación y educación, el reembolso de créditos y otros pagos aprobados por el NBE. Los exportadores debían demostrar que habían repatriado los ingresos antes de que se les permitiera volver a exportar. A partir del 10 de marzo de 2017, se permitió que los exportadores retuvieran el 30% (en comparación con el 10% previo) de sus ingresos de exportación en divisas por tiempo indefinido. El importe restante (70%) podía retenerse, como hasta entonces, durante un período de hasta 28 días, tras el cual debía convertirse a moneda local al tipo de cambio interbancario medio diario ponderado.

Además, los bancos estaban sujetos a límites de la posición abierta en moneda extranjera, de modo que la posición global en moneda extranjera de cada banco no podía superar el 15% de su capital al finalizar la jornada los viernes. En 2004, se dispuso que la tenencia de billetes extranjeros por parte de los bancos comerciales estaría limitada al 5% del capital integrado. Es probable que este tipo de medidas prudenciales se multipliquen si se relajan las restricciones a las entradas de capital como forma de hacer frente a las dificultades de la balanza de pagos.

III. Ghana

A. Gestión del flujo de capital

Ghana, que principalmente exporta oro y petróleo crudo (además de cacao, que aporta escasos rendimientos en moneda extranjera), es menos vulnerable que un exportador típico de productos básicos. El descubrimiento de reservas de petróleo frente a la costa de Ghana en 2007 contribuyó a diversificar las exportaciones y a dejar atrás la dependencia del oro, iniciada hace aproximadamente un siglo, y del cacao, comenzada hace 60 años. La producción de petróleo, a partir de 2011, contribuyó a acelerar el crecimiento de la economía. Aunque las exportaciones de

petróleo hicieron que el déficit comercial medio anual disminuyera del 28,8% del PIB en 2001-05 al 16,2% en 2006-10 y al 11,7% en 2011-15, la cifra siguió siendo elevada.

Además, los ingresos procedentes del petróleo eran volátiles debido a las fuertes fluctuaciones en el precio. Para hacer frente a esta vulnerabilidad, al tiempo que empezó a producir petróleo, Ghana creó dos fondos soberanos de inversión en 2011, el Fondo Patrimonial de Ghana y el Fondo de Estabilización de Ghana. En virtud de la Ley sobre Gestión de los Ingresos del Petróleo de 2011 (Ley núm. 815), el 30% de los ingresos procedentes del petróleo se asignan a sendos fondos soberanos: el Fondo de Estabilización no recibe más del 70% y el Fondo Patrimonial no recibe menos del 30%. En 2019, los activos gestionados por el Fondo Patrimonial ascendían a 485 millones de dólares y los del Fondo de Estabilización, a 381 millones de dólares. El Fondo Patrimonial no puede utilizarse, a menos que el Parlamento resuelva lo contrario cuando se cumplan 15 años de su creación. Por otro lado, los recursos del Fondo de Estabilización pueden emplearse para pagar el exceso de deuda, suplir los déficits presupuestarios o hacer frente a imprevistos. Se trató, pues, de un tipo de intervención macroprudencial para hacer frente a la vulnerabilidad ocasionada por las fluctuaciones en el precio del petróleo y las reservas limitadas.

Ghana optó por una liberalización relativamente temprana de su cuenta de capital, y eso condujo a un aumento de la vulnerabilidad externa. En los años noventa comenzó a reformarse el sector financiero de Ghana, pero no fue hasta la década de 2000 cuando se aceleró la liberalización del control de capitales. En diciembre de 2006, la Ley de Control Cambiario de 1961 (Ley núm. 71) fue sustituida por la Ley de Cambio de Divisas de 2006 (Ley núm. 723). Bajo el régimen de control de cambios, las transacciones extranjeras estaban limitadas, y se aplicaban restricciones a la emisión y la transferencia de valores en las que participaran tanto residentes como no residentes, además de existir regulaciones sobre los préstamos externos, que requerían la aprobación del Banco de Ghana (BOG). Bajo el nuevo régimen:

- Se eliminó la aprobación previa del BOG para la compra, venta y emisión de instrumentos del mercado monetario y de capitales por parte de los residentes en el extranjero.
- Se suprimieron las limitaciones a la compra de acciones por parte de los no residentes, salvo en el caso de las inversiones en el sector bancario, en el que se requería la aprobación previa del BOG para adquirir más de un 10% de las participaciones.
- Se eliminó el requisito de aprobación del BOG para las operaciones con derivados financieros e instrumentos similares, salvo en el caso de la venta o emisión de estos instrumentos a nivel local por parte de no residentes.

- Se levantaron los controles sobre los flujos de crédito.
- Se eliminó el requisito de aprobación del BOG para las inversiones en el exterior, también para la compra de bienes inmuebles en el extranjero por parte de los residentes. Se permitió que los no residentes firmaran contratos de arrendamiento de hasta 50 años.
- Se eliminó el requisito de aprobación del BOG para las operaciones de capital particulares.
- Se eliminó el requisito de aprobación del BOG para que los fondos de pensiones, las empresas de inversión y los fondos de inversión colectiva invirtieran en valores emitidos por no residentes en el extranjero.
- Se permitió a los no residentes comprar instrumentos de deuda a tres o cinco años emitidos por el Gobierno de Ghana y denominados en cedi.

En ese entorno más liberalizado, el acceso a los ingresos procedentes del petróleo fomentó la obtención de préstamos en los mercados internacionales de bonos. En 2007, cuando en torno al 80% de la deuda externa de Ghana se debía a acreedores bilaterales o instituciones multilaterales, el Gobierno de Ghana decidió recurrir por primera vez a los mercados de bonos mundiales y emitió un empréstito por valor de 750 millones de dólares con un vencimiento a 10 años y a un tipo de interés del 8,5%. Aunque el tipo de interés era más bien elevado, el riesgo implícito no ahuyentó a los inversores. La oferta de préstamo recibió un exceso de suscripciones del 400%. Este interés, entonces todavía temprano, por los bonos de Ghana (y de otros países africanos) se ha mantenido. En 2013, otra solicitud de empréstitos por valor de 750 millones de dólares recibió el triple de suscripciones de las ofertadas, a un tipo de interés del 8%. En 2016, Ghana había tomado prestados más de 3.500 millones de dólares de los mercados internacionales de bonos; una cifra superior a la obtenida de la misma fuente por cualquier otro país subsahariano. Para 2017, el 70% de la deuda externa de Ghana era comercial.

Sin embargo, no tardó en imponerse la vulnerabilidad asociada al aumento de la exposición de la deuda, también a través de la emisión de bonos de alto interés. En octubre de 2013, Fitch rebajó la calificación crediticia de Ghana de B+ a B. En ese momento, las reservas de divisas equivalían a menos de tres meses de importaciones, la deuda pública rondaba el 50% del PIB y el cedi se había depreciado considerablemente. Cuando en 2015 los precios de los productos básicos cayeron y dificultaron que Ghana pudiera pagar su deuda, el país tuvo que recurrir al FMI para obtener un préstamo de 1.000 millones de dólares a tres años. Sin embargo, esto solo fue un mecanismo para volver a los mercados comerciales. A principios de 2017, el Ministerio de Finanzas anunció que la

oferta de Ghana para recaudar 1.000 millones de dólares en los mercados internacionales de capitales había sido sobresuscrita. Sin embargo, a pesar de que los tipos de interés internacionales eran bajos, Ghana podía pedir prestado a un tipo del 7,875%.

En resumen, pese a tener una cuenta de capital abierta a diversas formas de capital, Ghana también dependía más de los flujos de deuda que de las entradas de capital no vinculadas a la deuda. La diferencia residía en el incremento de la exposición a los inversores en bonos privados. A medida que iba aumentando la exposición a la deuda internacional, también lo hacía la vulnerabilidad. A pesar de todo, paradójicamente, la respuesta del Gobierno fue endeudarse todavía más.

B. Gestión del tipo de cambio

La vulnerabilidad se reflejó en las dificultades afrontadas para gestionar el tipo de cambio. Al igual que en otros lugares, existían una serie de requisitos relativos a la repatriación de los ingresos de las exportaciones (actualmente debe realizarse en un plazo de 60 días), que debían convertirse a la moneda local. El tipo de cambio del cedi se determina en el mercado interbancario de divisas, que consiste en operaciones extrabursátiles entre bancos con libertad para llegar a acuerdos a tipos negociados. El banco central utiliza la media de los tipos de cambio comunicados por los operadores autorizados como tipo oficial para la compraventa de dólares, de modo que sus intervenciones influyen en esa media. El BOG no publica información sobre sus intervenciones. En julio de 2012, Ghana comenzó a aplicar prácticas de tipo de cambio múltiple, que implicaban un tipo de cambio doble: el tipo de mercado y un tipo de referencia utilizado por el BOG para determinadas transacciones oficiales. Al no existir ningún mecanismo que velara por que el tipo de referencia del BOG no se alejara más del 2% de preferencia del tipo de mercado vigente, el FMI lo clasificó como una práctica de tipo de cambio múltiple.

Tras mantenerse relativamente estable hasta mediados de 2008, el tipo de cambio de referencia de la moneda ghanesa se ha depreciado significativamente desde entonces. A lo largo del tiempo, el Gobierno ha adoptado diversas medidas para modificar el ritmo de depreciación, así como para protegerse del riesgo cambiario. En 2011, el Gobierno promulgó la Ley de Gestión de los Ingresos Procedentes del Petróleo de 2011 (Ley núm. 815), que exige que el 30% de los ingresos del petróleo se destinen a un fondo de estabilización y a un fondo patrimonial. Dicha ley también impide que el Gobierno adelante los ingresos vendiendo petróleo en los mercados de futuros.

A través de una medida adicional, adoptada en 2012, la posición abierta neta diaria en moneda extranjera aplicable a los bancos se redujo del 15% al 10% del capital inicial, y el límite de la posición abierta neta agregada se redujo del 30% al 20% del capital inicial.

Como la situación no mejoró, y el cedi sufrió una fuerte depreciación, en febrero de 2014 el BOG optó por revertir ligeramente la liberalización. Se anunciaron los siguientes cambios:

- Se prohibieron estrictamente las operaciones extraterritoriales en moneda extranjera por parte de empresas residentes y no residentes, incluidos los exportadores y los bancos no residentes.
- Se estableció un límite máximo de 10.000 dólares, o su equivalente, por transacción en la compraventa por parte de las casas de cambio.
- Se estableció que, a partir del 4 de febrero de 2014, los exportadores que anteriormente estaban obligados a cobrar y repatriar en su totalidad los ingresos de sus exportaciones a sus bancos locales en un plazo de 60 días desde el envío tendrían que convertir, en un plazo de cinco días hábiles, dichos ingresos a cedis empleando el tipo de cambio interbancario medio vigente el día de la conversión con un margen igual o inferior a 200 pips.
- Se prohibió a los bancos conceder préstamos en moneda extranjera o brindar servicios vinculados a monedas extranjeras a clientes que no generaran divisas. Todos los servicios denominados en moneda extranjera que aún no hubieran sido ejecutados debieron convertirse a la moneda local. Sin embargo, se permitió mantener en vigor hasta su vencimiento aquellos servicios y préstamos denominados en moneda extranjera que ya se hubieran prestado a personas no generadoras de divisas. El pago de los préstamos existentes denominados en moneda extranjera a los residentes por parte de los bancos residentes debía realizarse en cedis convertidos al tipo de cambio interbancario medio vigente el día de la conversión.

Se trató de una combinación de controles macroprudenciales y cambiarios, destinados principalmente a garantizar la transferencia a las reservas nacionales de las divisas generadas por los particulares y entidades residentes, así como a restringir el uso de divisas por parte de los residentes. Sin embargo, la oposición encontrada hizo que se relajaran algunos de esos controles. Ya en junio de 2014, el umbral para las transferencias al extranjero sin documentación inicial se incrementó de 25.000 dólares a 50.000 dólares, así como el límite de las tarjetas electrónicas,

que pasó de 10.000 dólares a 50.000 dólares para los importadores (Orden núm. BG/GOV/SEC/2014/09, de 16 de junio de 2014). En julio de 2014, se permitió que los bancos comerciales importaran divisas al país previa notificación al BOG indicando la cantidad y las divisas que se iban a importar, únicamente con fines de supervisión (Banco de Ghana, 2014). Anteriormente, los bancos comerciales tenían prohibido importar divisas. En agosto, se permitió la apertura y el funcionamiento de cuentas en divisas y en moneda extranjera, tal y como ocurría antes de las modificaciones del 4 de febrero de 2014. Además, se pudo seguir manteniendo el saldo de dichas cuentas en moneda extranjera, sin necesidad de convertirlo a cedis.

En estos cambios pueden haber influido la presión del sector privado y la decisión de Ghana de recurrir a la ayuda del FMI, algo que finalmente hizo en 2015. La experiencia de Ghana indica que, cuando un país decide reducir o eliminar su “muro” de control de capitales, pasa a depender de la gestión de la “puerta”. Y, cuando aumenta la presión ejercida por los inversores presentes en el país con participaciones de inversiones anteriores que pueden retirar, hasta el uso de dicha puerta tiende a caracterizarse por la cautela y la ligereza. La experiencia de Ghana sugiere que, si bien la liberalización de las normas que rigen las entradas de capital para atraer inversiones puede aumentar la vulnerabilidad sistémica, es complicado revertir dicha liberalización, lo que apunta a cierto grado de dependencia de la trayectoria.

C. Crisis del COVID-19

Ghana fue uno de los mercados frontera que sufrieron una fuga de capitales de los mercados de bonos cuando estalló la pandemia a finales del primer trimestre de 2020. En consecuencia, el cedi se depreció más de un 2% entre el 10 de marzo de 2020 y finales de ese mismo mes. Según el Instituto de Finanzas Internacionales, coincidió con que ese mismo año venció el 48% de la deuda de Ghana, y fue necesario su refinanciamiento. La presión soportada por la balanza de pagos fue inmensa (Taylor y Sarpong, 2020).

Además, la pandemia afectó de manera específica el acceso de Ghana a las divisas. La Junta del Cacao de Ghana, a la que se vende la cosecha de cacao a través de su filial de comercialización, vende a término la cosecha estimada y utiliza los contratos a plazo como garantía para obtener un préstamo bancario sindicado, normalmente en agosto o septiembre de cada año. Sin embargo, en 2021 los prestamistas internacionales no estaban dispuestos a conceder el préstamo de 1.300 millones de dólares previsto para la campaña agrícola 2020/21. Esto hizo que la Junta del Cacao de Ghana tuviera que buscar otras fuentes, lo que redujo el acceso de Ghana a las divisas y dificultó aún más el servicio de la deuda y el financiamiento de las importaciones esenciales (incluidos los suministros médicos).

La dependencia de la trayectoria ha hecho que la presión ejercida sobre la balanza de pagos tienda a abordarse mediante el acceso al financiamiento de emergencia. Cuando estalló la pandemia, los ingresos de divisas se vieron perjudicados, aumentó la presión soportada por el tipo de cambio y se incrementó el déficit presupuestario debido a la disminución de los ingresos públicos y al aumento de los gastos para hacer frente a los efectos de la pandemia. Todo esto hizo que Ghana decidiera buscar nuevas entradas de capital.

En un principio, el país optó por aplazar el servicio de la deuda y solicitó participar en la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda del G20. Sin embargo, esto no incluía a los acreedores privados, ni siquiera a los multilaterales. En 2020, el 59% de los pagos totales del servicio de la deuda de Ghana se debían a acreedores privados, que quedaban excluidos del régimen de la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda. Al clasificarse como un país con sobreendeudamiento, no tuvo otra opción que recurrir al FMI. Lo hizo con prontitud, y el 13 de abril de 2020 obtuvo la aprobación del FMI para el desembolso de 738 millones de DEG (unos 1.000 millones de dólares) con cargo al Servicio de Crédito Rápido (SCR).

Sin embargo, una serie de acontecimientos inusuales han reforzado el cedi. Al tiempo que la reactivación de las entradas procedentes de inversores extranjeros, las remesas y los flujos mineros aumentaron la oferta de dólares, la contracción de la actividad económica a raíz de la pandemia redujo la demanda de divisas. En términos reales, el cedi se apreció un 1,6% frente al dólar en marzo de 2021 (BOG, 2021).

IV. Kenya

A. Gestión del flujo de capital

Durante los primeros 15 años del siglo XXI, el crecimiento medio del PIB en Kenya fue del 4,4%, una cifra ligeramente inferior a la media de África Subsahariana (del 4,9%), pero superior a la tasa de crecimiento demográfico (del 2,7%). Sin embargo, incluso con ese ritmo de crecimiento, el déficit por cuenta corriente pasó del 1,3% del PIB en 2005 al 9,1% en 2011. Y, aunque ha ido disminuyendo desde entonces, aún se mantiene en niveles relativamente altos. El déficit actual habría sido mayor de no ser por los ingresos por remesas. Kenya, que dependía de las exportaciones de té, café y otros productos agrícolas, no obtenía suficientes ingresos de las exportaciones para financiar las importaciones impulsadas por la liberalización comercial de los años ochenta y noventa.

El crecimiento cobró impulso después de 2015 y alcanzó un promedio del 5,7% durante el período 2015-19. Así, Kenya se convirtió en una de las economías de más rápido crecimiento de África Subsahariana. Sin embargo, se produjo un ligero descenso en el déficit por cuenta corriente, debido en parte al aumento de las remesas.

Las entradas netas de capital fueron necesarias para financiar los déficits por cuenta corriente. Desde 1995, Kenya ha operado con una cuenta de capital muy abierta, lo que ha dado lugar a flujos de entrada y salida. El país ha sido uno de los principales destinos de los flujos de IED, al alza desde 2010. Los flujos de salida han sido el resultado de la creciente integración en la Comunidad de África Oriental (CAO), compuesta por Burundi, Kenya, Rwanda, Sudán del Sur, la República Unida de Tanzania y Uganda; se ha invertido en esferas como el turismo, la industria manufacturera y el comercio minorista, y los bancos kenianos han aumentado su presencia en los Estados miembros.

Los flujos de IED tuvieron que complementarse con un considerable endeudamiento exterior para financiar los déficits por cuenta corriente y las salidas de capital. La relación entre los saldos de deuda exterior y el ingreso nacional bruto aumentó del 25,3% en 2013 al 36,6% en 2019. Con el tiempo, los acreedores comerciales internacionales ampliaron su presencia en comparación con los acreedores oficiales bilaterales y multilaterales. Al igual que muchos otros países africanos, Kenya también recurrió a la emisión de bonos soberanos en los mercados internacionales en 2014 y 2018-2019, y ha obtenido préstamos bancarios sindicados de bancos privados internacionales. El saldo de la deuda pública contraída en mercados de bonos externos aumentó de 2.750 millones de dólares durante el período 2014-2017 a 4.750 millones de dólares en 2018 y 6.100 millones de dólares en 2019. Casi todos los años, Kenya también terminó dependiendo de los flujos de capital a corto plazo para financiar más de la mitad del déficit. Esto fue una fuente importante de vulnerabilidad externa. En vista del aumento de las obligaciones relacionadas con el servicio de la deuda, el FMI clasificó a Kenya como un caso de sobreendeudamiento externo moderado.

B. Gestión del tipo de cambio

El tipo de cambio se determina en el mercado de divisas. Un conjunto de bancos están autorizados a comprar, vender, tomar prestado o conceder préstamos en moneda extranjera, así como a realizar cualquier otra operación relacionada con monedas extranjeras. Las casas de cambio pueden comprar y vender monedas extranjeras. El tipo de cambio oficial se fija al tipo medio de mercado del día anterior, y se aplica únicamente a los pagos del servicio de la deuda externa pública o garantizada por el Estado y a las

importaciones del Gobierno que cuentan con una asignación presupuestaria específica. Las intervenciones oficiales en el mercado de divisas tienen por objeto moderar la tasa de variación y evitar fluctuaciones indebidas en el tipo de cambio y, desde 2015, también estabilizar el chelín keniano dentro de un margen del 2% en relación con el dólar estadounidense. Los datos sobre las intervenciones solo se divulgan parcialmente. Desde 2012, el chelín ha experimentado una estabilidad relativa con escasa volatilidad, lo que apunta a los buenos resultados de las intervenciones públicas. Sin embargo, las voces críticas sostienen que esto ha dado lugar a un tipo de cambio sobrevalorado que perjudica la competitividad de las exportaciones de Kenya. Dada la frecuencia de las intervenciones en el mercado de divisas, el régimen de tipo de cambio *de facto*, antes clasificado por el FMI como flotante, ahora recibe la clasificación de “gestionado”.

C. Crisis del COVID-19

Las perturbaciones de la oferta y la demanda asociadas al COVID-19 afectaron negativamente la actividad económica, y en 2020 el PIB se contrajo. Mientras que la producción agrícola demostró ser resiliente, la industria manufacturera y numerosos subsectores de la esfera de los servicios (como el turismo y la educación) se vieron gravemente afectados. Además, una plaga de langostas afectó a la región nororiental y a otras partes de Kenya desde principios de 2020. En ese contexto, Kenya sufrió su primera recesión en casi 20 años, pero la contracción de la producción se redujo sustancialmente en el tercer trimestre de 2020, gracias al fuerte crecimiento agrícola. Como la crisis ha incrementado los riesgos externos para la economía, especialmente debido a la caída de los ingresos procedentes del turismo, el FMI ha decidido aumentar el riesgo de sobreendeudamiento de Kenya de moderado a alto.

Kenya también recurrió a la ayuda brindada por el FMI. En mayo de 2020, el FMI concedió 739 millones de dólares en forma de préstamo sin intereses en el marco del SCR con el objetivo de ayudar a Kenya a sufragar el aumento de los gastos en sanidad y protección social. Posteriormente, Kenya accedió a participar en un nuevo programa del FMI a fin de obtener préstamos a bajo costo por valor de 2.400 millones de dólares a lo largo de tres años en el marco del Servicio Ampliado del Fondo (SAF) y del Servicio de Crédito Ampliado (SCA).

En 2021 se experimentó cierta recuperación económica, aunque muy desigual entre los distintos sectores. Sin embargo, en vista de la extrema lentitud del proceso de vacunación, es posible que se produzca una nueva ola de infecciones, lo que aumenta la incertidumbre sobre las perspectivas económicas. Todo apunta a que la vulnerabilidad externa seguirá intensificándose.

V. Nigeria

A. Gestión del flujo de capital

Paradójicamente, a pesar de ser rica en reservas de petróleo, Nigeria también es vulnerable desde el punto de vista externo, y las fluctuaciones en el precio del petróleo influyen en el grado de vulnerabilidad. En los últimos años, cuando los precios del petróleo subían, lo que auguraba grandes ingresos y estabilidad en la balanza de pagos, el gasto también aumentaba. En cambio, cuando los precios del petróleo caían, aumentaba el endeudamiento para financiar los déficits externos. En 1978, la deuda externa apenas representaba el 6,2% del PIB. Sin embargo, cuando los precios del petróleo empezaron a bajar después de 1978, pero el gasto siguió siendo elevado, la deuda se financió con préstamos de alto costo con la esperanza de que los precios del petróleo volvieran rápidamente a sus máximos anteriores. Durante la explosión de la deuda, se permitió que los prestatarios, incluidos los gobiernos estatales y federales, contravinieran el Decreto núm. 30 de 1978, que fijaba el límite del endeudamiento externo en 5.000 millones de naira (8.300 millones de dólares). La deuda externa pasó de 9.000 millones de dólares en 1980 a 17.800 millones de dólares en 1984, y a 25.600 millones de dólares en 1987. Mientras tanto, los tipos de interés subieron, lo que puso a Nigeria en una trayectoria de endeudamiento disparado y, a pesar de ser un país exportador de petróleo, en 2005 tuvo que recurrir a los acreedores del Club de París para aliviar la carga de la deuda. Desde entonces, esa vulnerabilidad precoz no ha hecho más que persistir e intensificarse.

Una característica de la cuenta externa de Nigeria fue que, desde antes de la crisis financiera mundial hasta 2014, las cuentas comercial y corriente habían venido registrando excedentes, sin duda gracias a los altos precios del petróleo. Sin embargo, cuando los precios del petróleo comenzaron a disminuir a partir de 2014, la balanza comercial cayó y, algunos años, llegó a ser negativa. De los 14 años transcurridos entre 2006 y 2019, el país registró un déficit comercial en seis de ellos (de 2014 a 2019), aunque la cuenta corriente solo fue deficitaria en dos años. Esto se debió a las entradas de ingresos secundarios, que no solo cubrieron el déficit de ingresos primarios originado por el pago de los intereses de la deuda, sino que también neutralizaron el déficit comercial. Los ingresos secundarios consistían fundamentalmente en remesas. En Nigeria, las remesas son la segunda fuente de divisas, después de los ingresos procedentes del petróleo. Según el Banco Mundial, en 2019 Nigeria recibió en torno a 26.400 millones de dólares en remesas (Reuters, 2021).

La política exterior de Nigeria se caracterizó en gran medida por una postura exterior liberal, impulsada posiblemente por el acceso al

petróleo. A finales de 2004, mucho antes de la crisis financiera mundial, Nigeria no solo había liberalizado sustancialmente las transacciones de la cuenta corriente, sino también las de la cuenta de capital. No había límites a la participación extranjera en los fondos propios de las empresas de los distintos sectores de la economía. Los residentes podían comprar o vender valores en moneda extranjera a los no residentes. Las personas, empresas o filiales residentes en Nigeria no precisaban la aprobación del Ministerio Federal de Hacienda para obtener préstamos en el extranjero. Tampoco se requería esa aprobación para la liquidación de activos por parte de los inversores extranjeros, a excepción de los activos adquiridos a través del programa de conversión de deuda, que solo podían repatriarse cuando hubieran pasado 10 años desde la inversión efectiva de los ingresos y con sujeción a un límite de repatriación del 20% por año⁸. Los bancos comerciales y otras instituciones de crédito podían pedir préstamos en el extranjero y prestar en el país en moneda extranjera, así como comprar valores en el mercado nacional utilizando divisas. Las exigencias de reservas no se aplicaban a los depósitos en divisas. Todo esto favoreció el acceso, cuando fue posible, a liquidez a bajo precio en los mercados internacionales para invertir y financiar los préstamos a nivel nacional en busca de altos márgenes y rendimientos.

Tras un breve período posterior a la crisis de 2008, en el que las entradas brutas de capital a Nigeria fueron limitadas, el volumen de los flujos aumentó a partir de 2011 hasta duplicar los niveles anteriores y alcanzar aproximadamente los 20.000 millones de dólares en 2017. En torno a dos quintas partes de ese monto correspondían a préstamos bajo la rúbrica de otras inversiones. En vista de las diferencias sustanciales entre los tipos de interés nacionales y extranjeros (entre el 20 % y el 25% frente al 7%), las empresas (tanto financieras como no financieras) se endeudaron mucho en el extranjero, sin protegerse debidamente contra el riesgo cambiario. Esto incidió en el patrón de los flujos de capital hacia el país. Para empezar, el anterior predominio de la IED en los flujos totales estaba en declive y su proporción con respecto a los flujos totales disminuyó de una media del 71% entre 2007 y 2011 a una media del 34% entre 2012 y 2018. A lo largo de esos dos períodos, aumentó la proporción de los flujos de inversión de cartera, que pasaron de una media del 25% a una media del 48%, al registrarse un fuerte aumento de los títulos de deuda. El otro cambio fue el aumento en la proporción de los otros flujos de inversión, que pasaron de una media del 4,4% al 18%. Gran parte de los flujos no relacionados con la IED consistían en préstamos, e incluían la deuda contraída por el sistema bancario en el extranjero para financiar los préstamos concedidos en el país.

⁸ El programa de conversión de deuda fomenta la conversión de parte de la deuda (excedente) en dólares en el equivalente en moneda nacional para invertir en capital social.

En vista de la persistencia del problema de la deuda a pesar de las rondas de reescalonomiento y reducción de la misma, el Gobierno hizo sucesivos intentos para frenar el aumento de la deuda. En 2001, por ejemplo, trató de frenar el excesivo endeudamiento de fuentes no oficiales, especialmente de los bancos. En noviembre de 2001, el Banco Central de Nigeria (CBN) publicó una serie de directrices sobre la obtención de préstamos en el extranjero para su posterior représtamo por parte de los bancos nigerianos (*Guidelines for Foreign Borrowing for On-lending by Nigerian Banks*). El CBN describió esta medida como un esfuerzo para garantizar la obtención del máximo de beneficios, al tiempo que se gestionan los riesgos inherentes y mostró su inquietud por diversos factores como la cuantía de esos préstamos en relación con la capacidad de las instituciones, los términos y condiciones de los acuerdos, etc. y nuestras experiencias en el pasado reciente en lo que respecta al riesgo de cambio inherente (CBN, 2001, pág. 1). Las directrices eran, a pesar de todo, liberales. Si bien los bancos no estaban obligados a notificar al CBN antes de entablar negociaciones con instituciones crediticias extranjeras, debían presentar los detalles conexos, como las condiciones del préstamo, al Departamento de Supervisión Bancaria del CBN antes de firmar los acuerdos. Se alentó a los bancos a que, cuando concedieran préstamos con financiamiento extranjero, se aseguraran “de hacerlo a proyectos o instituciones con la capacidad de generar divisas que se utilizarán para pagar el préstamo en cuestión” (CBN, 2001, pág. 1). En el mejor de los casos, se trataba de medidas macroprudenciales muy sutiles. Otras medidas macroprudenciales dependían del tipo de políticas escogidas. Además de un límite específico de un solo deudor, se estableció un límite máximo para el endeudamiento agregado de un banco con instituciones extranjeras, que se fijó en el 200% de sus fondos propios no afectados por pérdidas.

Las “directrices” liberales relativas a los flujos de capital se mantuvieron hasta 2014, a pesar de los importantes aumentos de la deuda externa, debido a la confianza generada por el aumento en el precio del petróleo. Sin embargo, cuando a partir de 2014 la caída del precio del petróleo y la importante acumulación de deuda provocaron la volatilidad del tipo de cambio del naira frente a otras monedas extranjeras, el CBN decidió imponer límites más estrictos. En octubre de 2014 publicó una nueva circular con un conjunto de normas prudenciales para la gestión de los riesgos cambiarios por parte de los bancos (*Prudential Regulations for the Management of Foreign Exchange Risks of Banks*) (CBN, 2014). En dicha circular se redujo considerablemente el límite máximo de endeudamiento agregado en moneda extranjera de un banco al 75% de sus fondos propios no afectados por pérdidas. Para cumplir las nuevas normas, los bancos debieron reducir sus pasivos en el extranjero en un plazo de seis meses desde la publicación de la circular. El límite del 75% reemplazó el límite

del 200% especificado en la sección 6 de las directrices de 2001 sobre la obtención de préstamos en el extranjero para su posterior représtamo por parte de los bancos nigerianos.

No obstante, tras haber aceptado la liberalización generalizada de las normas relativas de la cuenta de capital, el CBN y el Ministerio Federal de Hacienda se limitaron a impedir el acceso a las divisas en tiempos de crisis. De ese modo, en junio de 2015 se prohibió la adquisición de divisas en el mercado de divisas para comprar eurobonos u otros bonos y acciones en moneda extranjera. Sin embargo, las compras de estos valores no estaban prohibidas si el adquirente utilizaba fondos propios sin recurrir a los mercados de divisas nigerianos. Además, era habitual que los controles impuestos se revirtieran rápidamente. En agosto de 2015 se prohibieron los depósitos en efectivo en cuentas en divisas, pero se volvieron a permitir en enero de 2016. En 2017, el límite reducido relativo al endeudamiento agregado en moneda extranjera de los bancos se amplió hasta el 125% de los fondos propios, aunque la posición abierta neta de los bancos depositarios para los activos y pasivos extranjeros no podía superar el 10% (antes el 20%) de los fondos propios, ya fueran de residentes o de no residentes.

También se adoptaron medidas para evitar la transmisión de los riesgos derivados de las exposiciones externas. De ese modo, al obtener préstamos en moneda extranjera, los bancos debían solicitarlos y prestarlos en la misma moneda (cobertura natural) para evitar desajustes monetarios que elevaran el riesgo cambiario, y la base de los intereses de los empréstitos debía ser la misma que la de los préstamos, a fin de que los desajustes entre los tipos de interés variables y fijos no elevaran el riesgo básico asociado al endeudamiento externo.

En definitiva, aunque la liberalización de la cuenta de capital exacerbó las vulnerabilidades de Nigeria, por lo general esas vulnerabilidades solo se tuvieron en cuenta y abordaron cuando la situación del mercado del petróleo fue débil en lo que respecta al precio y la demanda. Incluso en esas circunstancias, las medidas estuvieron destinadas a limitar la exposición de los agentes nacionales frente a las obligaciones de pago en divisas, y se relajaron poco después. Sin embargo, dada la volatilidad del precio del petróleo y la tendencia de los flujos de capital a moverse en paralelo a esos precios en Nigeria, país rico en petróleo, una de las opciones políticas elegidas consistió en adoptar políticas exteriores anticíclicas orientadas a acumular reservas de divisas en los períodos de bonanza del precio del petróleo, y en emplear defensivamente esos excedentes cuando los precios internacionales fueran bajos. En el contexto del auge en el precio del petróleo registrado a principios de la década de 2000, Nigeria puso en marcha una serie de iniciativas para gestionar sus excedentes de petróleo, como la creación de la cuenta de exceso de crudo

en 2004. En 2011, esta cuenta se convirtió en el fondo soberano de inversión establecido en virtud de la Ley sobre la Autoridad de Inversiones Públicas de Nigeria (Establecimiento, etc.). Con arreglo a esa ley, la Autoridad de Inversiones Públicas de Nigeria gestiona los fondos acumulados gracias a la transferencia de los ingresos del petróleo cuando se supera un precio de referencia. Ese monto se divide en un Fondo de Estabilización (20%), que se utiliza cuando disminuyen los precios y los ingresos procedentes del petróleo; un Fondo de Infraestructura (50%), para financiar las inversiones en infraestructuras; y un Fondo para las Generaciones Futuras (30%). Aunque ha habido acusaciones de mala gestión, incluidos casos de corrupción, la política de acumulación de reservas ha ayudado al país en determinadas ocasiones, como cuando los precios del petróleo cayeron bruscamente durante la crisis financiera mundial, aunque fuera durante un breve período de tiempo. Tras comenzar con una reserva inicial de 1.000 millones de dólares, para 2019 el fondo soberano de inversión había duplicado con creces las reservas hasta alcanzar los 2.150 millones de dólares, tras declarar beneficios en los cinco años anteriores (Olika, 2019).

Nigeria parece ser un caso típico de dependencia de la trayectoria cuando se opta por liberalizar la cuenta de capital. Incluso cuando la vulnerabilidad causada por los efectos colaterales de esa liberalización debilitó la balanza de pagos y la moneda, sobre todo en los períodos de disminución del precio del petróleo, apenas se recurrió a un débil control cambiario o a medidas macroprudenciales. Continuó la tendencia básica hacia el capital extranjero y la exposición de la deuda. Esto ha acarreado consecuencias negativas para el país en los últimos tiempos, dadas la contracción de la producción a nivel mundial y la caída en el precio del petróleo. En consecuencia, Nigeria es un caso típico de país clasificado como “puerta”, que optó por medidas macroprudenciales y controles parciales de capital cuando las condiciones empeoraron.

B. Gestión del tipo de cambio

Hasta 2015, Nigeria operaba con un régimen de tipo de cambio múltiple compuesto por cuatro tipos: 1) el tipo de cambio oficial, establecido en las subastas de divisas del CBN; 2) el tipo de cambio empleado en el mercado de divisas interbancario, que los bancos comerciales empleaban en las operaciones entre ellos utilizando los ingresos procedentes de las exportaciones no petroleras y las transferencias personales; 3) el tipo de cambio empleado en las casas de cambio; y 4) el tipo de cambio del mercado paralelo. En febrero de 2015, el CBN anunció el cierre de la ventanilla del sistema de subasta holandesa y estableció un régimen de tipo de cambio dual que incluía: 1) el tipo de cambio empleado en el mercado interbancario de divisas, determinado tanto por el CBN como por el mercado y utilizado

por el CBN en todas sus operaciones y por los bancos comerciales entre sí para los ingresos procedentes de las exportaciones y las transferencias personales; y 2) el tipo de cambio de las casas de cambio, utilizado en las pequeñas transacciones al por menor, como los viajes de los particulares que no disponían de acceso al mercado interbancario.

Además de la intervención del banco central y de las restricciones a la repatriación de los ingresos procedentes de las exportaciones, otra intervención a la que se recurría regularmente para gestionar la demanda de divisas era limitar la posición abierta neta en activos y pasivos extranjeros de los bancos depositarios. Cuando se produjo la crisis financiera mundial, el límite de la posición abierta neta era del 20% de los fondos de los propios. Esta cifra se redujo al 5% en 2010 y al 1% en octubre de 2011. En 2014, se restableció la posición original, y el límite de exposición ligado a la posición abierta neta de activos y pasivos extranjeros de los bancos depositarios se incrementó del 1% al 20% de los fondos propios. En ese momento había dos tipos de límites de exposición: 1) un límite diario de exposición al comercio de divisas del 0,5% de los fondos propios; y 2) una posición abierta neta de activos y pasivos extranjeros de, a partir del 24 de octubre de 2014, el 20% de los fondos propios (anteriormente del 1%). En enero de 2015, el límite de exposición diaria al comercio de divisas se redujo del 1% al 0,1% de los fondos propios, aunque pocos días después se elevó al 0,5%. Resulta evidente que Nigeria no ha hecho lo suficiente para afrontar la próxima crisis.

Por último, en mayo de 2018 el CBN firmó un acuerdo de intercambio de divisas por valor de 2.500 millones de dólares con el Banco Popular de China (PBoC) a fin de facilitar el comercio y contribuir a la gestión de las reservas de divisas. El acuerdo tenía un plazo de tres (3) años y permitía al CBN y al PBoC intercambiar una cantidad máxima de 15.000 millones de yuanes por 720.000 millones de naira. Dado que las importaciones de China representan alrededor del 20% de las importaciones anuales totales de Nigeria, la posibilidad de acceder a la línea de intercambio de divisas para liquidar en yuanes supondría una ventaja, pues permitiría destinar las escasas reservas de dólares a otras operaciones.

C. Crisis del COVID-19

Por el momento, la pandemia no parece ser una amenaza sistémica, ya que, tras situarse en niveles bajos, el precio del petróleo ha estado subiendo y, en el momento de escribir el presente artículo, supera los 70 dólares por barril. No obstante, el sector petrolero nigeriano registró un bajo rendimiento en el cuarto trimestre de 2020, debido a que los acuerdos de cuotas de la OPEP Plus redujeron la producción de petróleo de 1,67 millones de barriles diarios en el tercer trimestre de 2020 a 1,56 millones

de barriles diarios en el cuarto trimestre de ese mismo año, lo que neutralizó gran parte de los beneficios logrados con el aumento del precio (Banco Mundial, 2021a, pág. 17). Mientras tanto, el PIB se vio gravemente afectado y registró contracciones interanuales del 6,1% y el 3,6% en el segundo y tercer trimestres de 2020, así como un aumento marginal del 0,1% en el cuarto trimestre. Se espera que el PIB real disminuya en torno a un 2% a lo largo del año.

Los efectos de la crisis del COVID-19 y las incertidumbres en lo referente a los ingresos del petróleo llevó al CBN a permitir que la moneda nacional se depreciara de 307 naira por dólar, cuando estalló la pandemia, a 361 naira por dólar entre el 20 de marzo y el 5 de agosto de 2020; 380 naira entre el 7 de agosto de 2020 y el 20 de mayo de 2021; y 410 naira en el período comprendido entre el 21 de mayo y finales de junio de 2021. En junio de 2020, ante la escasez de divisas ocasionada por la crisis del COVID-19 y la caída del precio del petróleo, el CBN optó de nuevo por aplicar medidas de control cambiario para defender el naira. De ese modo, anunció una lista de unas 40 operaciones, desde la adquisición de activos de cartera (eurobonos y bonos y acciones en moneda extranjera) hasta la importación de productos alimentarios, insumos para la industria manufacturera, textiles y cemento, que ya no podrían adquirir divisas en el mercado interbancario. Quienes quieran realizar este tipo de operaciones deberán conseguir las divisas en el mercado paralelo, más caro. Si bien no está claro hasta qué punto la medida disuadirá de realizar esas operaciones, sirve para proteger las reservas de divisas del propio CBN.

VI. Sudáfrica

A. Cuenta corriente

A pesar de exportar minerales y metales preciosos, además de algunos productos manufacturados, Sudáfrica no era una economía que dependiese de la exportación de productos básicos. Tampoco era una economía con una cuenta comercial resiliente. Sudáfrica registró un déficit en su cuenta comercial en 7 de los 14 años transcurridos entre 2006 y 2019. Sin embargo, esa no fue la principal razón de la vulnerabilidad de su cuenta corriente. La cuenta corriente fue deficitaria los 14 años, debido a las grandes salidas netas a cuenta de los ingresos primarios y secundarios. Hasta 2014, el déficit de ingresos primarios se debió, en su mayor parte (60-75%), a los flujos relacionados con la inversión directa. Sin embargo, después de 2014, la proporción de los flujos netos vinculados a las inversiones de cartera aumentó considerablemente y pasó a representar entre el 50% y

el 70% de las salidas netas de ingresos primarios. Las salidas de ingresos secundarios obedecieron a las transferencias corrientes, y reflejaron los flujos de remesas enviadas desde Sudáfrica. En definitiva, los déficits por cuenta corriente de Sudáfrica se debieron en gran medida a la incapacidad para equiparar los pagos relacionados con la inversión extranjera y las salidas de remesas con los ingresos de las exportaciones, procedentes de un sector exportador cada vez menos competitivo.

B. Gestión del flujo de capital

Aunque Sudáfrica tiene una larga trayectoria en lo que respecta a los controles de capital, los objetivos subyacentes han cambiado notablemente. Durante el régimen del apartheid, se impusieron una serie de controles en respuesta a las sanciones internacionales contra el Gobierno de entonces. Los controles de capital se intensificaron tras la “masacre de Sharpeville” de 1960, que provocó una gran salida de capitales del país. Posteriormente, a medida que más sectores de la comunidad internacional se fueron sumando a las sanciones contra el régimen del apartheid, se establecieron una serie de controles para limitar la pérdida de reservas y defender el rand. Esas medidas se convirtieron en sistemas para controlar la repatriación en forma de “rands bloqueados”, “rands de valores” y “rands financieros”, que tenían como corolario un sistema de tipo de cambio múltiple¹⁰.

Las políticas cambiaron drásticamente tras la instauración del Gobierno de Unidad Nacional en mayo de 1994 y el posterior levantamiento de las sanciones internacionales. Se orientaron hacia la eliminación de los controles de cambio y dieron comienzo a un proceso de liberalización gradual de las restricciones de la cuenta de capital. De ese modo, se facilitaron las inversiones de los no residentes en Sudáfrica y la repatriación de los beneficios y el capital cuando así lo desearan, y también la obtención de divisas por parte de los residentes que quisieran invertir en el extranjero. Según el FMI (1997, pág. 67), el objetivo de esa relajación no fue simplemente liberalizar los controles a través de una serie de medidas que permitieran realizar diferentes tipos de operaciones de capital, de una en una, sino abrir una serie de nuevas ventanas, cada una de ellas sujeta a un límite, que permitieran diferentes tipos de transacciones de capital por parte de los residentes. De este modo, si bien se permitió un abanico cada vez mayor de transacciones de capital por parte de los residentes, también se mitigaron los riesgos asociados a las grandes salidas agregadas gracias

⁹ Aquellos fondos que los emigrantes oficiales de Sudáfrica no podían transferir al extranjero cuando emigraban y que solo podían utilizarse dentro del país para fines específicos.

¹⁰ Rands adquiridos por la venta de valores sudafricanos y otras inversiones por parte de no residentes, cuyo uso y conversión en moneda extranjera estaba restringido.

a los límites aplicados a cada tipo de operación. Dicho esto, se estima que, para 1998, se habían eliminado el 75% de los controles de capital existentes en 1994 (Gelb y Black, 2004). Entre 1999 y 2015, el límite impuesto a la compra de activos en el extranjero por parte de particulares pasó de 750.000 rands a 11 millones de rands. En 2015, esos activos abarcaban bienes inmuebles, acciones, bonos, instrumentos del mercado monetario y valores de inversión colectiva. Con el tiempo, se han relajado considerablemente los controles de capital sobre los flujos de entrada y salida, procedentes tanto de no residentes como de residentes.

El levantamiento de las restricciones cuando el nuevo gobierno expresó su interés en adoptar una estrategia de crecimiento relativamente favorable al mercado a través del Marco de Crecimiento, Empleo y Redistribución (GEAR) desencadenó importantes entradas, especialmente en forma de préstamos a corto plazo, entradas de cartera y compras de bonos. Las entradas de capital de cartera aumentaron desde los cerca de 4.500 millones de dólares registrados en 1996 hasta los 13.800 millones de dólares en 1999. No obstante, debido al aumento del déficit por cuenta corriente y a la inflación, así como a los efectos de la crisis en el sudeste asiático, el rand se vio sometido a cierta presión en 1998 y 2001, lo que provocó dos rondas de depreciación de la moneda. Ante esa situación, la confianza disminuyó y se produjeron salidas de capital de cartera en 2001 y entradas marginales en los dos años posteriores. Después de eso, sin embargo, las entradas de cartera volvieron a aumentar hasta los 21.900 millones de dólares en 2006 y los 13.700 millones en 2007, en parte debido al auge de los precios de los productos básicos. Ese ascenso se vio interrumpido por la crisis financiera mundial de 2008. En vista de sus considerables déficits por cuenta corriente, financiados en gran medida con los flujos de cartera, Sudáfrica se vio perjudicada por la retirada de los inversores y la mayor volatilidad de los flujos (durante la crisis y tras ella). Entre 2007 y 2018, las entradas de capital agregadas solo igualaron o superaron el nivel de 2007 en tres ocasiones y se caracterizaron por una gran fluctuación.

C. Gestión del tipo de cambio

En Sudáfrica, el tipo de cambio del rand viene determinado por la oferta y la demanda en el mercado de divisas. A raíz de la rápida liberalización externa ocurrida tras 1994, la vulnerabilidad aumentó. Esto se reflejó en el hecho de que, a pesar de las importantes entradas de capital en algunos períodos, el tipo de cambio del rand con respecto al dólar se depreció de 2,27 rands por dólar en 1988 a 7,05 rands por dólar en 2007. De hecho, Sudáfrica experimentó fuertes depreciaciones de su moneda en 1996, 1998, 2001 y 2006.

La clase política de Sudáfrica estaba comprometida con la liberalización de los controles cambiarios y era reacia a dar marcha atrás ante esa vulnerabilidad. En cambio, se centró en atraer flujos de entrada (idealmente estables), así como en estabilizar el rand, además de contrarrestar la depreciación a través de intervenciones en el mercado y medidas macroprudenciales. Ese tipo de intervenciones solían aumentar el riesgo sistémico, en lugar de reducirlo. A finales de la década de 1990, el Banco de la Reserva de Sudáfrica (SARB) mantuvo una “cartera a plazo sobrevenida” para respaldar las intervenciones dirigidas a frenar la depreciación mediante la venta de dólares. Simultáneamente a la venta de dólares, el SARB realizó una operación paralela de intercambio de divisas que entrañaba la compra de dólares al contado y la venta de dólares a plazo (Mminele, 2013). Dado que se llevaron a cabo una venta y una compra simultáneas de dólares al contado, las existencias de dólares del SARB no variaron. Sin embargo, aumentó su compromiso de librar dólares en lo sucesivo. A pesar de los riesgos asociados a una gran posición abierta neta en divisas o posición abierta en el mercado a plazo menos sus reservas internacionales netas, el SARB recurrió en repetidas ocasiones a esta técnica de gestión del tipo de cambio. Inmediatamente después de la unificación de los tipos de cambio en 1995, la posición abierta neta en divisas bajó de 25.800 millones de dólares en marzo de 1995 a 8.500 millones en marzo de 1996 mediante la compra de divisas. Sin embargo, cuando el rand se depreció en 1996, la cartera a plazo volvió a aumentar hasta los 22.000 millones de dólares. Una vez más, la posición abierta neta en divisas se redujo con una serie de adquisiciones, pero la crisis de 1998 la devolvió a los niveles del decenio anterior. En 1998, el SARB anunció el fin de esta modalidad de intervenciones y el paso a un tipo de cambio flotante “regulado por el mercado”. La intervención pasó a basarse en la compraventa real de dólares. En 2004 se eliminó la posición abierta neta en divisas y el SARB comenzó a acumular reservas de divisas mediante la compra de dólares, y la intervención del banco central para gestionar la moneda entrañó la compraventa de dólares. Para lograr la estabilidad de la moneda fue imprescindible garantizar unas reservas adecuadas que respaldaran dicha intervención.

D. Crisis del COVID-19

Después de la pandemia y la imposición de estrictas medidas de confinamiento, el PIB de Sudáfrica se contrajo un 7% en 2020, tras haber registrado un crecimiento del 0,2% en 2019. La industria, el comercio, los restaurantes y los hoteles se vieron afectados, aunque los sectores de la hostelería y el turismo fueron los más perjudicados. Sin embargo, la relajación de las medidas de confinamiento y el incremento del gasto fiscal, con miras a aumentar la relación entre la deuda y el PIB del 66% al

81% estimado en 2020, dieron lugar a una lenta recuperación a partir del último trimestre de 2020. Mientras tanto, a raíz de la importancia de los metales en la canasta de exportaciones de Sudáfrica, el rand se ha venido apreciando gracias a la subida de los precios conexos. No obstante, los daños infligidos por la pandemia y la respuesta a la misma no harán sino agravar la vulnerabilidad acumulada.

VII. Zambia

A. Gestión del flujo de capital

Zambia, el segundo mayor productor de cobre de África, registró un excedente en su cuenta corriente en 11 de los 14 años transcurridos entre 2006 y 2019. Sin embargo, el saldo de la cuenta corriente fue mucho menor en los años de superávit, y fue deficitario en 8 de los 14 años. Esto se debió a las constantes salidas de la cuenta de ingresos primarios, que reflejaban los pagos de dividendos e intereses ligados a la inversión extranjera (directa y de cartera) y la deuda. La inversión extranjera ganó terreno cuando, en la segunda mitad de la década de 1990, se privatizaron las minas que habían estado bajo control gubernamental entre 1973 y 1996.

A partir de 2012, Zambia, que antes recibía en gran medida inversiones extranjeras directas dirigidas principalmente a la extracción y exportación de cobre, comenzó a recibir flujos de cartera permitidos con arreglo a su normativa sobre la cuenta de capital, liberalizada sustancialmente a partir de mediados de la década de 1990. En 2012 tuvo lugar la primera incursión del Gobierno en el mercado de eurobonos, con una emisión de bonos a 10 años por valor de 750 millones de dólares, a un tipo de interés según cupón del 5,6%. Con esa emisión, Zambia lideró la tendencia de varias naciones africanas que, tras recibir un alivio de la deuda en el marco de la Iniciativa para los Países Pobres Muy Endeudados, optaron por acudir a los mercados internacionales de deuda para obtener financiamiento.

Posteriormente, alentado por el alto precio del cobre, el país se lanzó a pedir préstamos recurriendo a los mercados de capitales mundiales. Para 2015, el Gobierno había llevado a cabo tres rondas de emisiones de bonos, lo que había aumentado su vulnerabilidad a las perturbaciones externas. Además, Zambia había obtenido más préstamos de China (de magnitud y condiciones inciertas), que había destinado en su mayor parte a proyectos específicos.

Sin embargo, a partir de 2014, Zambia se enfrentó a un descenso en el precio del cobre, su principal producto de exportación, debido a la disminución de la demanda por parte de China, el principal mercado de

destino del país. Esto mermó su capacidad para atender el servicio de la deuda acumulada, que ascendía a unos 12.000 millones de dólares a finales de 2020; una cifra que se estima superior al 100% de su PIB.

El sobreendeudamiento de Zambia con respecto a su capacidad de pago de la deuda se confirmó cuando, a mediados de noviembre de 2020, desestabilizado por la crisis del COVID-19, el país dejó de pagar los intereses por valor de 42,5 millones de dólares adeudados por unos 3.000 millones de dólares de deuda en bonos. El impago se produjo en medio de las negociaciones del Gobierno para reestructurar su deuda. Dichas negociaciones se estancaron porque los tenedores de eurobonos no estaban dispuestos a rescatar al país, al sospechar que el dinero liberado de sus recortes se utilizaría para el servicio de la deuda china.

El Comité de Tenedores de Bonos Externos de Zambia, un consorcio de acreedores que posee el 40% de los eurobonos en circulación de Zambia, culpó a la “falta de compromiso y transparencia” del Gobierno de Zambia para argumentar su negativa a considerar la posibilidad de proporcionar un alivio a corto plazo, como una moratoria de seis meses en los pagos del servicio de la deuda (véase The Guardian, 2020). Zambia solicitó al Fondo Monetario Internacional (FMI) un rescate financiero, tras lo cual el FMI exigió implantar medidas de austeridad en el peor momento posible en lo que respecta a la opinión popular.

B. Gestión del tipo de cambio

Las tensiones en la balanza de pagos causadas por la vulnerabilidad externa desencadenaron la caída del kwacha zambiano. Esto provocó un aumento de las transacciones en dólares en la economía, en respuesta a lo cual el Gobierno de Zambia optó por aplicar una serie de medidas macroprudenciales. En 2012, emitió el Instrumento Legislativo núm. 33, en virtud del cual se prohibió ofertar, pagar o recibir utilizando monedas extranjeras como moneda de curso legal para bienes o servicios vendidos en el país o cualquier otra transacción nacional. Posteriormente, en junio de 2013, el Gobierno introdujo el Instrumento Legislativo núm. 55, según el cual el Banco de Zambia supervisaría las operaciones de la balanza de pagos y regularía las tasas en el sector financiero. A fin de facilitar la aplicación de esta normativa, se exigió a los importadores, exportadores e inversores extranjeros que abrieran y mantuvieran una cuenta denominada en moneda extranjera en un banco comercial de Zambia. Además, los exportadores debían repatriar a Zambia las divisas obtenidas de las exportaciones e informar sobre la recepción de los ingresos de las exportaciones en un plazo de 120 días desde la misma. Eso afectó directamente a gigantes transnacionales del metal como Glencore, Vedanta, First Quantum Minerals y Vale. Es destacable que no

se recurriera a ningún control de capital. Por ejemplo, las personas que obtenían un préstamo en divisas de un no residente solo debían informar de los detalles del préstamo al Banco de Zambia. El banco central siguió declarando que estas medidas no equivalían a la reintroducción de controles cambiarios, sino que tan solo pretendían ayudar a supervisar los flujos de divisas. Aunque eso es en parte cierto, esas medidas también denotaban que se había asumido la necesidad de alejarse de un entorno excesivamente desregulado. Sin embargo, debido a las presiones del capital privado, las medidas solo pudieron llegar hasta ahí.

La débil intervención apenas sirvió para frenar la depreciación del kwacha que, a raíz de un descenso de más del 10% en el precio del cobre en el primer semestre de 2014, se depreció un 13% durante ese mismo período. Esto, y posiblemente las presiones de los inversores nacionales y extranjeros, condujo a la eliminación de las medidas macroprudenciales o de control cambiario. En marzo de 2014, el Gobierno decidió suprimir los dos conjuntos de medidas reguladoras aprobadas en 2012 y 2013. Alexander Chikwanda, Ministro de Finanzas, explicó que la revocación de las regulaciones se debía a que habían “surgido problemas en la aplicación de esos instrumentos” (véase newZWire, 2019). El recuerdo de aquel intento fallido por imponer una regulación cambiaria mínima aún atormenta al país.

Como la desaceleración del crecimiento mundial perjudicó a las exportaciones de productos básicos, el kwacha volvió a sufrir una fuerte caída en 2019. En mayo de 2019, el kwacha alcanzó el nivel más bajo registrado desde noviembre de 2015 con respecto al dólar y se convirtió en la moneda africana con peor rendimiento. Solo ese año, el kwacha zambiano cayó alrededor de un tercio frente al dólar. Esto hizo que se especulara sobre la posibilidad de que el Gobierno volviera a experimentar con el control cambiario, lo que obligó a la Ministra de Finanzas, Margaret Mwanakatwe, a emitir una declaración con objeto de tranquilizar a los inversores locales y extranjeros, a las empresas y al público en general, y afirmar categóricamente que el Gobierno no tiene ni tendrá planes de reintroducir controles cambiarios (United News of India, 2019). Es probable que la obtención de nuevos préstamos no resuelva esos problemas. Para diciembre de 2019, la deuda externa de Zambia había aumentado a 11.200 millones de dólares, frente a los 4.800 millones de dólares de cinco años antes.

C. Crisis del COVID-19

La pandemia agudizó la crisis en Zambia, ya que los precios del cobre descendieron un 15% en el primer semestre de 2020 en comparación con el año anterior, y el sector turístico se vio muy afectado (Siwale, 2021). El kwacha se depreció bruscamente, y el tipo de cambio pasó de 14,7 kwacha

por dólar en febrero de 2020 a 21,2 kwacha por dólar a finales de 2020. Posteriormente siguió bajando, hasta alcanzar los 22,6 kwacha por dólar en junio de 2021. La economía zambiana se contrajo un 4,2% en 2020, y Zambia se convirtió en el primer país en declarar la suspensión de pagos de la deuda externa tras el inicio de la pandemia.

VIII. Algunas lecciones

La experiencia de los países africanos que dependen de los productos básicos indica que los movimientos de la cuenta corriente a causa de la volatilidad en el volumen y el valor unitario de las exportaciones pueden repercutir de manera indirecta en la cuenta de capital y la vulnerabilidad general de la balanza de pagos, y provocar así crisis monetarias e incluso sistémicas. El vínculo entre la cuenta corriente y la cuenta de capital no solo se percibe cuando la caída de los ingresos de las exportaciones, debido a su menor volumen o a la disminución de los precios, obliga a depender de las entradas de capital para financiar los déficits de la cuenta corriente. Es más, incluso cuando las exportaciones van bien, la confianza que esto genera incita a confiar en las entradas de capital para aumentar la inversión y el crecimiento, al considerarse que las obligaciones asociadas se podrán financiar fácilmente con los ingresos de las exportaciones. La omnipresencia de la dependencia asimétrica del incremento de las entradas tanto en los períodos de mayor como de menor necesidad de financiamiento de la cuenta corriente en casi todos los países estudiados (a excepción de Sudáfrica, que no depende de los productos básicos) apunta a la necesidad de adoptar medidas anticíclicas para hacer frente a la vulnerabilidad externa. Es decir, en los períodos de bonanza de las exportaciones y los precios de exportación, los países deben i) ser cautelosos con el exceso de endeudamiento externo y el aumento de la liberalización de la cuenta de capital que conduce a un aumento sustancial de los pasivos de dicha cuenta; y ii) reservar el “excedente” de divisas en instituciones e instrumentos que puedan utilizarse para hacer frente a la vulnerabilidad surgida cuando la demanda y los precios de los productos básicos se moderan o disminuyen. Como ya se ha comentado, algunos países han creado fondos soberanos de inversión a fin de llevar a cabo esa beneficiosa intervención anticíclica. Sin embargo, estas medidas no han profundizado lo suficiente y han estado acompañadas de un exceso de confianza en las opciones blandas de préstamos extranjeros, además de facilitar la cartera extranjera y una inversión directa excesiva.

Puesto que las medidas anticíclicas no son adecuadas para satisfacer las necesidades de divisas cuando se producen perturbaciones externas, la mera dependencia de los préstamos y los flujos de capital tiende a exacerbar enormemente la vulnerabilidad. Es posible que las

medidas macroprudenciales adoptadas a corto plazo para hacer frente a esta situación —que van desde las políticas que requisan los flujos de divisas disponibles a fin de aumentar las reservas (por ejemplo, obligando a repatriar de manera temprana los ingresos procedentes de las exportaciones) hasta las medidas de acceso a la liquidez a corto plazo, como los intercambios de divisas con socios comerciales— sean inadecuadas. En ese caso, depender únicamente de los flujos de capital da lugar a la acumulación de los pasivos de la cuenta de capital y agrava las vulnerabilidades a largo plazo. Para superar las épocas difíciles, es necesario considerar medidas que aborden directamente el desequilibrio de la cuenta corriente, incluida la reducción de las importaciones no esenciales. En la práctica, habida cuenta del compromiso con las normas comerciales liberalizadas y las presiones externas, los países solo recurren a estas medidas cuando las crisis se intensifican y el impago parece inevitable.

La vulnerabilidad de la cuenta corriente hace que también sea necesario intervenir para gestionar el tipo de cambio y evitar así la transmisión de las perturbaciones a nivel sistémico. Por ejemplo, una fuerte depreciación de la moneda nacional en un contexto de grandes deudas corporativas en moneda extranjera puede conducir a la quiebra debido al aumento del valor en moneda nacional de los compromisos de servicio de la deuda y afectar negativamente a las instituciones financieras expuestas a las empresas en cuestión. No obstante, es complicado gestionar la moneda, puesto que la dependencia de las exportaciones de productos básicos hace que sea necesario estabilizar el tipo de cambio real a fin de proteger la competitividad de las exportaciones. En consecuencia, dadas las tasas de inflación relativas, la intervención en el mercado de divisas por motivos macroprudenciales no solo debe evitar una depreciación precipitada, sino también garantizar una depreciación nominal a un ritmo que mantenga el tipo de cambio real dentro de un rango competitivo. Esto puede suponer un reto, como demuestra la experiencia de África.

En resumen, las medidas macroprudenciales son cruciales para hacer frente a la vulnerabilidad externa y anticiparse a las perturbaciones potencialmente sistémicas, sobre todo en vista de las dificultades para revertir las medidas de liberalización que tienden a aumentar la vulnerabilidad. Sin embargo, cuando algunas características como la dependencia de las exportaciones de productos básicos y las desigualdades en el comercio y el acceso a la liquidez internacional dan lugar a una vulnerabilidad excepcional, puede ser necesario contar con un espacio de políticas que permita recurrir a medidas estructurales como el control del capital e incluso el control del comercio.

Conclusión

Como es inevitable en un continente de esas dimensiones, las naciones que constituyen África son extremadamente diversas. El PIB per cápita (a precios constantes de 2010) varía entre 480 y 600 dólares en Sierra Leona, el Níger, Mozambique, Malawi, Madagascar y Liberia, y entre 7.000 y 15.000 dólares en Sudáfrica, Seychelles, Mauricio, Libia, el Gabón, Guinea Ecuatorial y Botswana. A pesar de la diversidad en lo que respecta a los niveles de desarrollo, hay un rasgo característico que comparten la mayoría de los países africanos. Los productos básicos son el principal motor del crecimiento, y la estructura económica y las exportaciones no están debidamente diversificadas.

Esto ha generado una tendencia hacia la vulnerabilidad externa significativa, especialmente cuando la demanda y los precios de los productos básicos se encuentran en la fase descendente de los ciclos a largo o medio plazo. Esa vulnerabilidad se ha visto agravada por la decisión de muchos países africanos de aprovechar la oportunidad brindada por el aumento de la liquidez en los mercados financieros internacionales. Muchos han tratado de atraer ese tipo de capital relajando los controles conexos y la reglamentación financiera. Otros han sido más reticentes. Sin embargo, para hacer frente a los diferentes grados y tipos de vulnerabilidad y frenar el riesgo sistémico, los países han experimentado con una serie de medidas macroprudenciales. Esta experiencia diversa permite extraer valiosas lecciones de un grupo de países muy vulnerables sobre las políticas alternativas para hacer frente a la vulnerabilidad externa, los contextos a los que se adaptan y la probabilidad de que sean eficaces.

Bibliografía

- Bagyenda, J. y C. A. Abuka (2014), "Challenges in implementing macroprudential policy in Africa", Africa Finance Forum Blog, 26 de mayo [en línea] <https://www.mfw4a.org/blog/challenges-implementing-macroprudential-policy-africa>.
- Banco Mundial (2021a), "The future of work in Africa", *Africa's Pulse*, N° 23.
- _____(2021b), Indicadores del Desarrollo Mundial [base de datos en línea] <https://databank.bancomundial.org/reports.aspx?source=world-development-indicators>.
- _____(2021c), "World Bank Commodities Price Data (The Pink Sheet)" [en línea] <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/5d903e848db1d1b83e0ec8f744e55570-0350012021/CMO-Pink-Sheet-March-2021>.
- Banco de Ghana (2014), *Annual Report*, Accra.
- BOG (Banco de Ghana) (2021), "Global economic developments and Ghana's external sector", *Monetary Policy Report*, vol. 1, N° 2.
- Briffaut, J.-P. y otros (1998), "Financial sector development in sub-Saharan African countries", *Occasional Papers*, N° 169, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).

- CBN (*Banco Central de Nigeria*) (2014), *Prudential Regulations for the Management of Foreign Exchange Risks of Banks*, 24 de octubre [en línea] <https://www.cbn.gov.ng/out/2014/bsd/circular%20on%20foreign%20borrowing%20dated%20october%202014.pdf>.
- _____(2001), *Guidelines for Foreign Borrowing for On-lending by Nigerian Banks* [en línea] <https://www.cbn.gov.ng/out/circulars/bsd/2001/bsd-22-01.pdf>.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2022), *Balance of Payments and International Investment Position Statistics* [base de datos en línea] <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>. [REF: Autor, por favor confirmar que se refería a esta base de datos y no a una publicación.]
- _____(2021), *World Economic Outlook*, octubre [base de datos en línea] <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/October>.
- _____(2020), *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa. A Difficult Road to Recovery, Background Paper: Statistical Appendix*, octubre, Washington, D.C.
- (2018), “Capital flows to sub-Saharan Africa: causes and consequences”, *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa: Capital Flows and the Future of Work*, Washington, D.C., octubre.
- _____(2009), *Manual de balanza de pagos y posición de inversión internacional. Sexta edición (MBP6)*, Washington, D.C.
- _____(1997), “South Africa: selected issues”, *Staff Country Report*, N° 97/82, Washington, D.C.
- FMI/CEF/BPI (Fondo Monetario Internacional/Consejo de Estabilidad Financiera/Banco de Pagos Internacionales) (2016), *Elements of Effective Macroprudential Policies: Lessons from International Experience*.
- Gelb, S. y A. Black (2004), “Foreign direct investment in South Africa”, *Investment Strategies in Emerging Markets*, S. Estrin y K. E. Meyer (eds.), Cheltenham, Edward Elgar Publishing.
- Khan, S. (2021), “Capital flows to emerging markets increase more than three-fold to \$13.8bn in May amid recovery”, *The National*, 2 de junio [en línea] <https://www.thenationalnews.com/business/capital-flows-to-emerging-markets-increase-more-than-three-fold-to-13-8bn-in-may-amid-recovery-1.1233916>.
- Mminele, D. (2013), “Note on the foreign exchange market operations of the South African Reserve Bank”, *BIS Papers*, N° 73, *Banco de Pagos Internacionales (BPI)*, octubre.
- newswire* (2019), “ANALYSIS: Zimbabwe’s 90-day export repatriation puzzle – how do other countries do it?”, 28 de mayo [en línea] <https://newswire.live/analysis-zimbabwes-90-day-export-repatriation-puzzle-how-do-other-countries-do-it/>.
- Ndikumana, L. (2003), “Capital flows, capital account regimes, and foreign exchange rate regimes in Africa (February 2003)”, *PERI Working Paper*, N° 55 [en línea] <https://ssrn.com/abstract=378900>.
- Olika, D. (2019), “Who’s afraid of saving money?: the political economy of Nigeria’s sovereign wealth fund”, *The Republic*, 16 de septiembre [en línea] <https://republic.com.ng/august-september-2019/political-economy-of-nigerias-sovereign-wealth-fund/>.
- Osiński, J., K. Seal y L. Hoogduin (2013), “Macroprudential and microprudential policies: toward cohabitation”, *Staff Discussion Notes*, N° 13/5, Washington, D.C., *Fondo Monetario Internacional (FMI)*.

- Pasricha, G. K. (2017), "Policy rules for capital controls", *BIS Working Papers*, N° 670, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Reinhart, C. M. e I. Tokatlidis (2000), "Financial liberalization: the African experience", *MPRA Paper*, N° 13423 [en línea] available at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/13423/>.
- Reuters (2021), "Nigeria extends naira incentive offer to boost diaspora inflow", 6 de mayo [en línea] <https://www.reuters.com/world/africa/nigeria-extends-naira-incentive-offer-boost-diaspora-inflow-2021-05-06/#:~:text=Remittances%2C%20or%20money%20transfers%2C%20make,according%20to%20the%20World%20Bank>.
- Siwale, T. (2021), "One year on: Zambian economy during COVID-19", *International Growth Centre*, 18 de marzo [en línea] <https://www.theigc.org/blog/one-year-on-zambian-economy-during-covid-19/>.
- Taylor, D. y B. Sarpong (2020), "The impact of COVID-19 induced capital flight on the bond and foreign exchange markets in Ghana", *International Journal of Developing and Emerging Economies*, vol. 8, N° 2, diciembre.
- The Guardian* (2020), "Zambia's default fuels fears of African 'debt tsunami' as Covid impact bites", 25 de noviembre [en línea] <https://www.theguardian.com/global-development/2020/nov/25/zambias-default-fuels-fears-of-african-debt-tsunami-as-covid-impact-bites>.
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (2019), *The State of Commodity Dependence 2019* (UNCTAD/DITC/COM/2019/1), Ginebra.
- United News of India (2019), "Zambia dismisses rumors about currency controls", 21 de mayo [en línea] <http://www.uniindia.com/zambia-dismisses-rumours-about-currency-controls/world/news/1605113.html>.
- Yahoo (2021), "Emerging markets inflows to top \$1 trillion in 2021 – IIF", 1 de abril [en línea] <https://finance.yahoo.com/news/emerging-markets-inflows-top-1-140002538.html>.

Capítulo V

Políticas macroprudenciales en Asia: análisis de algunas experiencias

*Jayati Ghosh*¹

Introducción

La pandemia de COVID-19 ha tenido repercusiones importantes en los países en desarrollo en muchos sentidos, no solo por el impacto que ha tenido en la salud y el bienestar de la población, sino también por los efectos graves y a menudo devastadores que ha tenido en la economía. Estas repercusiones económicas se han manifestado en la economía interna por medio de los cierres y los confinamientos que afectaron la actividad económica, los medios de vida y el empleo, y también se han puesto de manifiesto a través del impacto de los procesos económicos internacionales que incidieron en el comercio y los flujos de capital. En

¹ Universidad de Massachusetts Amherst. Agradezco a Debosmita Sarkar por la ayuda excelente que me brindó durante la investigación. También estoy en deuda con Esteban Pérez Caldentey, Martín Abeles, Yilmaz Akyüz, C. P. Chandrasekhar y Claudia Ramírez Bulos por el intercambio de ideas y los comentarios sobre un borrador anterior, que fueron de gran utilidad. Este capítulo se preparó para el proyecto “Response and recovery: mobilising financial resources for development in the time of COVID-19” de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). En el capítulo también se proporciona un anexo que contiene comentarios de Yilmaz Akyüz sobre un documento anterior relativo a los controles de capital en Asia, comentarios que son muy pertinentes para el tema, las ideas y las propuestas del presente documento.

varios países en desarrollo, las repercusiones originadas en factores externos, a saber, la disminución del comercio de bienes y servicios, la caída de las remesas y —sobre todo— la volatilidad de los flujos de capital y las presiones derivadas de la deuda externa, en ocasiones han sido tan graves que han acentuado y a veces incluso eclipsado los efectos internos.

Los países en desarrollo de Asia se encuentran entre los más integrados del mundo, tanto en el comercio como en los mercados de capitales, por lo que cabía esperar que los cambios de la economía mundial los afectaran en particular. En varios de ellos, dichos cambios han agudizado y amplificado las vulnerabilidades que ya se habían acumulado en el decenio anterior debido a las políticas concretas de desregulación y liberalización que se aplicaron en las últimas tres décadas. La crisis del COVID-19 ha puesto de manifiesto hasta qué punto estos países se han vuelto más susceptibles a la volatilidad de los movimientos de capital. En este contexto, es importante examinar los tipos de estrategias que han adoptado para protegerse y gestionar el impacto interno de dicha volatilidad. En la mayor parte de la región asiática se ha dejado de depender principalmente de los controles administrativos que se aplican a las operaciones de la cuenta de capital, y se ha pasado a adoptar una estrategia más liberalizada; esto ha llevado a que las medidas macroprudenciales adquirieran más importancia. Dado que es probable que en el futuro inmediato haya volatilidad, y dados los retos del desarrollo a mediano plazo, estas medidas probablemente se volverán aún más relevantes.

En el presente capítulo se examina la experiencia reciente relativa a la aplicación de controles macroprudenciales en cuatro economías de Asia: India, Indonesia, Malasia y Tailandia. Se seleccionaron estos países porque su integración externa es muy importante tanto en el comercio como en las finanzas, y porque en las últimas tres décadas en todos se ha pasado de aplicar controles administrativos sobre los flujos de capital y las actividades financieras internas a adoptar medidas que son más de mercado. Además, aunque la pandemia actual ha afectado a estos países en distinto grado, en todos se sigue sintiendo el impacto de esta, a diferencia de lo que ocurre en otros países de la región (como China y Viet Nam), que al parecer se han protegido de los peores efectos y han logrado cierta recuperación. No se pretende ofrecer una lista exhaustiva de todas las medidas macroprudenciales que se adoptaron en estas economías durante este período². La idea es más bien considerar los objetivos de algunas de esas políticas y examinar el grado en que estos se cumplieron.

² En el estudio se consideran las medidas macroprudenciales que se describen en la base de datos AREAER del Fondo Monetario Internacional (FMI), así como en la base de datos más reciente denominada Integrated Macprudential Policy (iMaPP) Database del FMI, que se describe en Alam y otros (2019).

En sentido amplio, se entiende que las políticas macroprudenciales son las que tienen por objeto reducir el riesgo sistémico, ya sea en el transcurso del tiempo o entre las instituciones y los mercados. A continuación se brindan ejemplos de algunos riesgos sistémicos concretos que se suelen enfrentar: el riesgo de que el crédito interno crezca de forma excesiva y que eso conlleve un aumento del precio de los activos; el riesgo de que el tipo de cambio se vuelva volátil debido a la actividad de los inversores en los mercados de divisas nacionales y extranjeros; el riesgo de que los flujos de capital se vuelvan volátiles debido al comportamiento de los inversores, sobre todo de los no residentes; el riesgo de que la banca nacional se vuelva frágil debido a conmociones temporales imprevistas (como la pandemia) y a otras conmociones previstas (como el cambio climático), y el riesgo de que surja una crisis de la deuda externa. En general se sugiere que, a la hora de adoptar medidas macroprudenciales, hay que detectar los primeros indicios de debilidad, anticiparse a los riesgos, limitar su acumulación y crear condiciones que amortigüen las reacciones procíclicas asociadas a la inestabilidad financiera. Dado que estas medidas pueden abarcar tanto los mercados financieros internos como los externos, las políticas de gestión del capital pueden considerarse un subconjunto de las políticas macroprudenciales.

El presente capítulo se centra en las medidas destinadas a afrontar los riesgos y amenazas que surgen de los flujos transfronterizos, concretamente la volatilidad de los flujos de capital, la volatilidad de los tipos de cambio y la vulnerabilidad de la deuda externa. En la sección A se presentan los antecedentes de la región en su conjunto y de los países estudiados en lo que atañe a la modificación de las estructuras reguladoras y al grado de exposición a los mercados mundiales de capitales durante las últimas décadas. En la sección B se examinan las consecuencias de la medida macroprudencial más extendida, a saber, la acumulación de reservas oficiales de divisas. En la sección C se describen algunas medidas concretas que se adoptaron en los cuatro países durante este período, y en la sección D se examinan los retos actuales tras la pandemia de COVID-19 y se proponen algunas políticas que son pertinentes en el contexto mundial de la actualidad.

A. Antecedentes

La crisis asiática de 1997-1998 llevó a que la atención se centrara en los peligros que suponía para los países en desarrollo recurrir a la liberalización financiera externa en un mundo dominado por las finanzas líquidas. Puso de manifiesto el hecho de que la liberalización financiera podía dar lugar a crisis incluso en las llamadas “economías milagrosas”. La crisis supuso un importante revés para el milagro de Asia Oriental: más

de una década después de ella, las economías afectadas seguían sin ser en realidad capaces de recuperar el dinamismo que habían exhibido antes. No se trata solo de que las crisis monetarias y financieras tengan efectos devastadores en la economía real y, por tanto, incidan en la trayectoria de crecimiento posterior. Las crisis de liquidez y la ola de quiebras provocan una grave deflación, y eso tiene consecuencias para el empleo y el nivel de vida. El hecho de que tras las crisis se adopten las estrategias convencionales de estabilización del Fondo Monetario Internacional (FMI) tiende a empeorar la situación. A partir de entonces, los gobiernos se vuelven tan sensibles a la posibilidad de que en el futuro surjan crisis que siguen aplicando políticas macroeconómicas muy restrictivas y limitan el gasto público incluso en sectores sociales que son cruciales. Por último, la devaluación y la deflación del precio de los activos allanan el camino para que ingrese capital extranjero que financia la transferencia de la propiedad de los activos de los inversores nacionales a los extranjeros. Esto permite que el capital internacional conquiste activos y recursos nacionales importantes. En las economías que estuvieron profundamente implicadas en la crisis asiática (Tailandia, República de Corea, Indonesia, Malasia y Filipinas), la recuperación vino acompañada de una reestructuración importante del sector financiero y de la considerable adquisición, a precios deflacionados, de activos productivos de estas economías por parte de sociedades extranjeras.

Una idea fundamental que se desprende del análisis de la crisis asiática es que las estrategias orientadas al mercado que tenían por objeto hacer frente a la crisis crearon una mayor fragilidad financiera en muchas economías posteriores a esta (Ghosh y Chandrasekhar, 2009a). Eso las hizo muy vulnerables al contagio y la volatilidad que surgieron en el futuro, tal como se observó una vez más en 2008-2009, y ahora durante la pandemia. En ese sentido, la crisis asiática predijo con eficacia el grave impacto que las crisis posteriores han tenido en las variables financieras y en la economía real de los países en desarrollo.

Cabe señalar que, incluso antes de la crisis, en los países afectados hubo una amplia liberalización financiera, en particular de la cuenta externa o de capital. Durante los primeros años de la década de 1990, en casi todos los países de Asia Oriental se liberalizó el sector financiero y se permitió que las empresas, los bancos y las instituciones financieras no bancarias locales accedieran con libertad a los mercados internacionales de capitales sin tener que comprometerse demasiado a ganarse las divisas necesarias para sufragar el costo de dicho acceso. Esto hizo posible que ingresaran capitales que permitieron endeudarse a corto plazo para embarcarse en proyectos a largo plazo, y rompió el vínculo entre la capacidad de los agentes nacionales para acceder a las divisas y su necesidad de ganárselas. Esto se asoció con el uso de

instrumentos nuevos, en particular los contratos de derivados, que la desregulación hizo posible. Como señaló Kregel (1998, pág. 677), el papel que desempeñaron los contratos de derivados puede explicar la existencia de una serie de enigmas asociados a la crisis financiera asiática. Según dicho autor, todos los hechos que se mencionan a continuación están relacionados con las características de los contratos de derivados que se utilizaron para otorgar préstamos a Asia: el desplazamiento hacia los préstamos a corto plazo otorgados por los bancos comerciales en una región en que tradicionalmente se había recurrido a la inversión directa; la asignación de recursos a usos de baja rentabilidad en una zona que se consideraba muy rentable; la supervisión prudencial laxa en sistemas que habían introducido reformas financieras de forma temprana, y la variación conjunta del precio de los activos y el tipo de cambio, que debería haber sido eliminada por las inversiones directas en acciones. Esto sigue siendo pertinente en el contexto actual.

En las décadas siguientes, las economías afectadas se recuperaron, aunque de diferentes maneras y en diferentes grados que estuvieron determinados por la naturaleza de las políticas que se aplicaron en cada país a modo de respuesta. Pero esa recuperación no significó una vuelta a la condición de "milagro". Esto se debe a que la crisis no condujo a cambios reales en la estrategia de crecimiento basada en las exportaciones ni a una mayor regulación de las finanzas que hubiera reducido la fragilidad financiera y permitido un crecimiento más inclusivo (Ghosh y Chandrasekhar, 2009a). El cambio más sorprendente fue el desplazamiento macroeconómico amplio relacionado con la gran divergencia entre las tasas de ahorro e inversión. En la región de Asia Oriental y Sudoriental había tasas de ahorro muy elevadas en general, pero en el período posterior a la crisis financiera esas tasas, ya de por sí elevadas, aumentaron más, a pesar de que las tasas de inversión (es decir, la proporción de la inversión respecto del PIB) cayeron en picada. Si bien es cierto que estos países se volvieron más abiertos en lo que atañe a las políticas, sobre todo en lo que respecta a las normas relativas a la inversión extranjera, después de 1998 dejaron de ser receptores netos de ahorro extranjero y, en cambio, exhibieron la tendencia opuesta, a saber, una salida neta de recursos, ya que el ahorro nacional fue mayor que la inversión. Esto significaba que había un proceso en que se extraía ahorro de la población en su conjunto, pero este no se invertía en la economía interna para garantizar el crecimiento futuro, sino que se exportaba en los hechos, ya sea mediante salidas de capital o mediante el aumento de las reservas externas de los bancos centrales, reservas que normalmente consistían en activos muy seguros de origen extranjero (como las Letras del Tesoro de los Estados Unidos). Esto ocurrió a pesar de que en estos países se seguía necesitando más inversión (Ghosh y Chandrasekhar, 2009b).

Esto se describió erróneamente como un “exceso de ahorro” (Bernanke, 2005) impulsado por una intermediación financiera débil o inadecuada y unas instituciones financieras poco desarrolladas. Pero los datos demuestran que, a medida que las instituciones financieras se fueron haciendo más complejas y se imitaba el modelo del Atlántico Norte, la divergencia entre el ahorro y la inversión nacionales aumentó (y fue, de hecho, mayor en las economías cuyos sistemas financieros eran más desarrollados y sofisticados, como Malasia e Indonesia). En cualquier caso, es evidente que el problema de estos países no fue el aumento del ahorro, sino la caída de la inversión, lo que sugiere no un exceso de ahorro sino una falta de inversión. Es cierto que las tasas de ahorro aumentaron, afectadas también por los cambios que la crisis indujo en la distribución del ingreso, que redujeron el consumo de los trabajadores y transfirieron más ingresos a los que estaban en mejor posición para ahorrar. Pero el fuerte desplome de las tasas de inversión se produjo por otros factores que luego provocaron la aparición del “excedente de ahorro”. Ese excedente cada vez mayor fue en parte —pero solo en parte— el resultado de las decisiones de los agentes privados de estos países, e incluso estas decisiones privadas se vieron muy afectadas por las políticas económicas oficiales. Por ejemplo, las estrictas condiciones monetarias, el aumento de las tasas de interés reales y un exceso de formas muy rígidas e inflexibles de aplicar la regulación prudencial hicieron que el crédito bancario estuviera menos disponible para la inversión. Una serie de otras medidas posteriores a la crisis frenaron la inversión privada al aumentar directa e indirectamente el costo del financiamiento y reducir el acceso a él. Obviamente, esto redujo la inversión de las grandes empresas y tuvo efectos perjudiciales aún más fuertes en las pequeñas empresas, que tuvieron más dificultades para acceder al crédito. Cabe señalar que en la única economía en que el ahorro y la inversión exhibieron una tendencia diferente, Tailandia, el gobierno de Thaksin Shinawatra convirtió de forma sistemática el mayor acceso al crédito institucional por parte de las pequeñas empresas y los agricultores en uno de los principales pilares de la estrategia de reconstrucción posterior a la crisis (Baker y Phongpaichit, 2009).

Pero las políticas monetarias y financieras son solo una parte de la historia. Las políticas fiscales de los gobiernos de estos países desempeñaron un papel muy importante en la reducción de la inversión agregada, ya que dichos gobiernos aumentaron su propio ahorro y recortaron el déficit fiscal o aumentaron el superávit fiscal en toda la región. Aunque la crisis financiera de estos países fue provocada más que nada por el despilfarro privado en un entorno liberalizado desde el punto de vista financiero, las consecuencias de las crisis financieras crearon un entorno de excesiva precaución por parte de los gobiernos, que sintieron la presión de reducir el gasto para mantener el déficit presupuestario bajo

control. En consecuencia, los gobiernos de estos países no procuraron garantizar mejores condiciones a la población o fomentar un crecimiento más sostenible y generar más empleo gastando todo lo que la economía podía sostener con facilidad. Así pues, la principal causa de este aparente exceso de capital, que luego se exportó a los Estados Unidos y a otros países desarrollados, fueron las políticas deflacionarias de estos gobiernos, que suprimieron el consumo y la inversión internos. Un motivo obvio de ello fue el temor de que se volvieran a producir los movimientos grandes y desestabilizadores de capital especulativo que tanto caracterizaron a la crisis financiera de 1997-1998. La idea era acumular grandes reservas de divisas para protegerse contra la posibilidad de que esa fuga de capitales potencialmente perjudicial tuviera lugar, aunque esa acumulación implicara grandes pérdidas fiscales. El otro motivo era que la estrategia económica de estos países seguía centrada en la obsesión por las exportaciones como motor del crecimiento, lo que se combinaba con políticas internas deflacionarias que mantenían los niveles de inversión interna agregada por debajo del ahorro. Esto provocó un exceso de oferta de divisas en el mercado monetario, lo que a su vez implicaría una apreciación de las monedas que perjudicaría las exportaciones.

En un mundo en que el comercio estaba liberalizado y en que los tipos de cambio no podían controlarse con facilidad, esto significaba que había que emplear medios orientados al mercado para mantener las monedas en niveles competitivos. Y esto, a su vez, significó que, con el fin de evitar una apreciación no deseada de la moneda, el banco central tuviera que intervenir en el mercado para comprar divisas a fin de contrarrestar el flujo de estas que ingresaba debido al aumento de las exportaciones o las remesas, o mediante flujos de capital. La contrapartida —y la causa— macroeconómica del aumento de las reservas de divisas en poder del banco central de todos estos países era, por tanto, el exceso de ahorro interno respecto de la inversión, que en realidad era un enorme potencial desperdiciado para estas economías. En la práctica, la liberalización financiera llevó a que los gobiernos optaran por estrategias deflacionarias. Esto, a su vez, contribuyó a que el ahorro interno fuera superior a la inversión, lo que constituía una amenaza de que la moneda se apreciara. Esto es lo que llevó a que se acumularan divisas no utilizadas en forma de reservas crecientes que se invirtieron en activos seguros en el extranjero, por ejemplo, en Letras del Tesoro de los Estados Unidos.

Mientras tanto, el aumento de las entradas brutas de capital en los países en desarrollo de Asia continuó y se asoció a una transformación de las estructuras financieras nacionales, incluso en los países que se consideran en el presente. Los portadores de esos flujos, es decir, las empresas financieras extranjeras, presionaron cada vez más para que se reformaran los marcos regulatorios a fin de crear un entorno que

favoreciera su modo de funcionar. En efecto, los procesos de liberalización y reforma financiera remodelaron la estructura financiera y el marco regulatorio de los países asiáticos en desarrollo para asemejarlos a los del mundo anglosajón; se replicó el modelo anglosajón de finanzas dentro de las fronteras propias, a pesar de que allí había un menor nivel de ingreso per cápita y de desarrollo (Chandrasekhar, 2008). Los cambios estructurales y el ingreso de nuevas instituciones e instrumentos que tuvieron lugar como resultado fueron sustanciales. Por ejemplo, a pesar de la notoriedad que los fondos de cobertura adquirieron debido al papel que supuestamente desempeñaron en la especulación monetaria que precipitó la crisis de 1997, la actividad de este tipo de fondos en los países asiáticos en desarrollo ha aumentado de forma considerable en los últimos años. Estas sociedades han dedicado mucha atención a estos mercados, alentadas por la liberalización que garantiza no solo el ingreso sino también la proliferación de instrumentos, el crecimiento de los mercados de derivados, la aparición de los futuros y el aumento de las posibilidades de venta al descubierto. La diversificación de las carteras por parte de los inversores financieros de los países desarrollados que buscan nuevos objetivos, un mayor rendimiento o una cobertura también ha dado lugar al ingreso de sociedades de capital privado, que invierten en capital vinculado a un activo que no cotiza en bolsa y, por lo tanto, no se negocia públicamente en los mercados bursátiles. Esta definición amplia abarca una serie de operaciones o activos, como las inversiones en capital riesgo, las adquisiciones apalancadas y el financiamiento intermedio, en que el acreedor espera explotar características de conversión como los derechos, las garantías o las opciones para que se aprecie el valor del capital y obtener beneficios. En los últimos tiempos, los mercados locales de bonos, que eran relativamente poco profundos, se abrieron a los inversores extranjeros en relación con los bonos emitidos por entidades públicas y privadas.

Todo ello ha dado lugar a nuevas formas de vulnerabilidad y fragilidad financieras que las estructuras reguladoras existentes no han sabido gestionar con la habilidad suficiente. De hecho, se podría argumentar que las fuerzas desencadenadas por el hecho de que haya más activos financieros nacionales que ahora son de propiedad extranjera, sumadas a la autorización de nuevos instrumentos financieros que en la práctica solo sirven para disfrazar el riesgo y permitir una actividad más irresponsable, han llevado a que sea mucho más difícil elaborar normas y reglamentos sin llevar a cabo una renovación importante de las estructuras de propiedad y regulación del sector financiero. Mientras tanto, los mercados emergentes de Asia han recurrido al autoseguro, en forma de acumulación masiva de reservas oficiales de divisas, como principal estrategia macroprudencial. Pero esto conlleva importantes costos, como se explica en la siguiente sección.

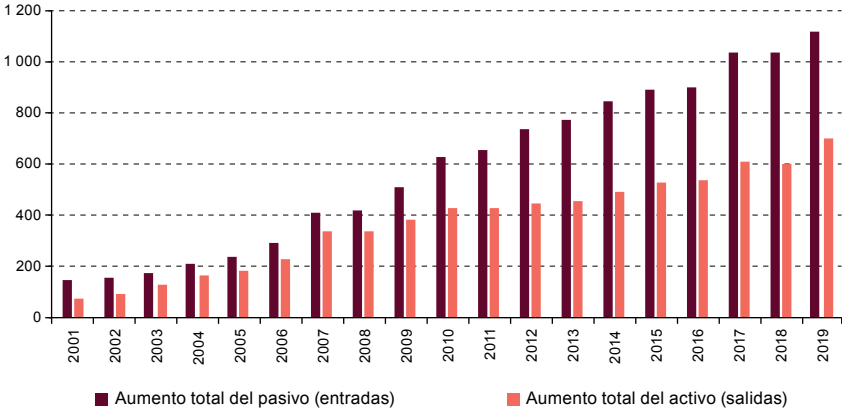
B. Reservas de divisas y flujos de capital brutos y netos

Uno de los principales motivos por los que los mercados emergentes de Asia son cada vez más propensos a la volatilidad de los movimientos de capital es que en ellos inciden los efectos indirectos de las políticas macroeconómicas que se aplican en los países avanzados y, sobre todo, la expansión masiva de liquidez característica de la estrategia adoptada para recuperarse de la crisis financiera mundial. Esto ha sido ampliamente analizado (véase UNCTAD, 2017 y 2019).

Es posible que las políticas monetarias ultralaxas de las economías avanzadas, que se tradujeron en una extraordinaria expansión de la liquidez y en tasas de interés muy bajas (a veces incluso negativas), no hayan permitido alcanzar el objetivo declarado de promover una recuperación económica mundial amplia y sostenida. En lugar de ello, esas políticas estuvieron asociadas al mal llamado “estancamiento secular”, porque no permitieron resolver los problemas centrales representados por la demanda insuficiente (que también era el resultado de la mayor desigualdad) y las vulnerabilidades derivadas de la regulación inadecuada de las finanzas. Parte del dinero fácil que se generó en las economías avanzadas se dirigió a los mercados emergentes que se habían integrado cada vez más en los mercados mundiales de capitales. Los países en desarrollo de Asia fueron unos de los principales “beneficiarios” de este proceso en lo que atañe al aumento considerable de las entradas brutas de capital. Sin embargo, dado que las cuentas de capital estaban abiertas y el capital de los residentes y los no residentes podía circular de forma relativamente libre, esto no significó necesariamente que hubiera grandes entradas netas de capital.

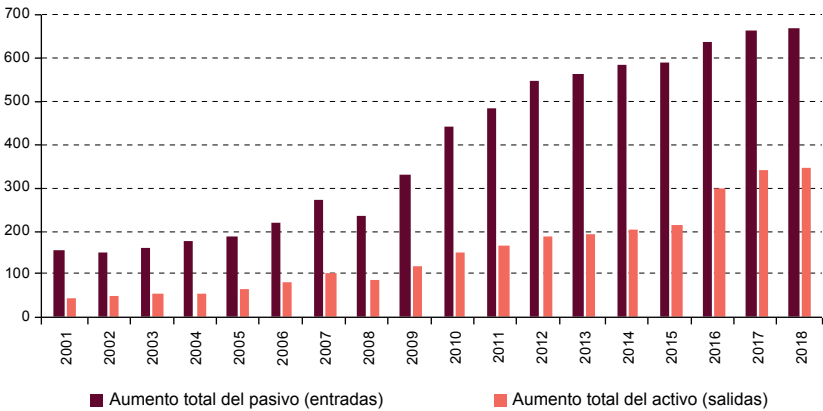
Es cierto que el interés de los inversores por las economías de mercado emergentes de Asia aumentó de forma muy sustancial y que eso llevó a que la región se convirtiera en el destino predilecto de los mercados financieros mundiales. Sin embargo, como a los residentes privados nacionales se les permitió invertir cada vez más en el extranjero, y los bancos centrales de la región también trataron de ampliar sus tenencias de activos extranjeros, también hubo un gran aumento de las salidas de capital. En los gráficos V.1 a V.4 se muestra cómo transcurrieron estos hechos en los cuatro países asiáticos que se examinan en el presente. Las entradas brutas (el pasivo total que se contrajo en la cuenta financiera) aumentaron de forma considerable en los cuatro países. Solo se asociaron a un aumento de las entradas netas en el caso de la India e Indonesia, pero incluso en esos dos países las entradas netas fueron sustancialmente menores debido al aumento de las salidas. En Malasia, no obstante, las entradas se vieron casi completamente contrarrestadas por las salidas, y lo mismo ocurrió en Tailandia, aunque en un grado un poco menor.

Gráfico V.1
India: entradas y salidas brutas, 2001-2019
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics, 2022 [base de datos en línea] <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

Gráfico V.2
Indonesia: entradas y salidas brutas, 2001-2018
(En miles de millones de dólares)

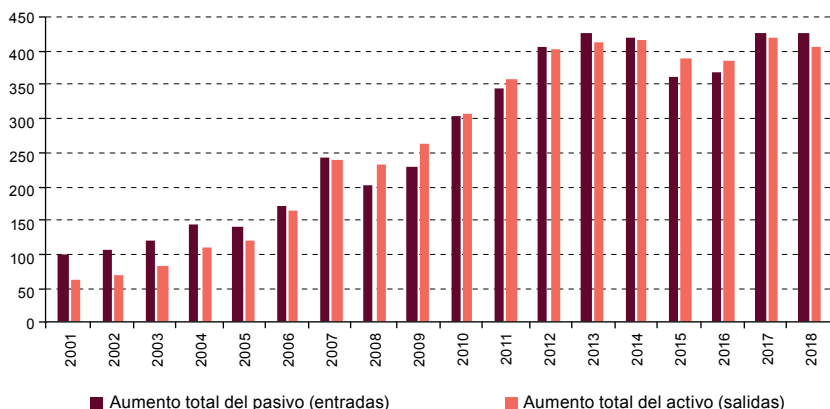


Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics, 2022 [base de datos en línea] <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

Un aspecto crucial es que las entradas brutas no se tradujeron en un aumento de las tasas de inversión en ninguna de estas economías, aumento que era el objetivo declarado de la mayor apertura financiera externa que hubo en todos estos países. En otras palabras, la mayor integración de la cuenta de capital no llevó a que los flujos financieros efectivamente se usaran para aumentar la inversión en términos macroeconómicos agregados. Por supuesto, es cierto que las entradas de capital no tienen por qué usarse para pagar la inversión interna a menos que las entradas

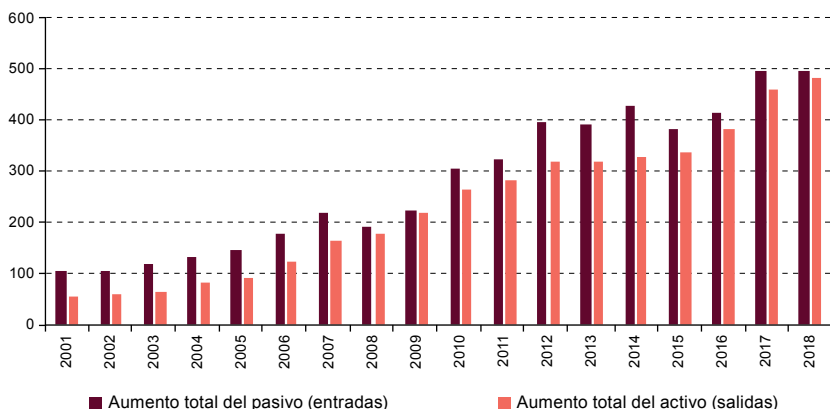
financieras sean necesarias para pagar las importaciones adicionales debidas al aumento de la inversión, pero esto se ha presentado como el motivo explícito de la apertura de las cuentas de capital en todos los países en desarrollo de Asia. Al mismo tiempo, la liberalización financiera externa se asoció necesariamente a una mayor vulnerabilidad debido a la posibilidad de que hubiera salidas repentinas y rápidas. Esto también ha incidido en la decisión de no aumentar el gasto fiscal, lo que también ha tenido un efecto relativamente deflacionario.

Gráfico V.3
Malasia: entradas y salidas brutas, 2001-2018
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics, 2022 [base de datos en línea] <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

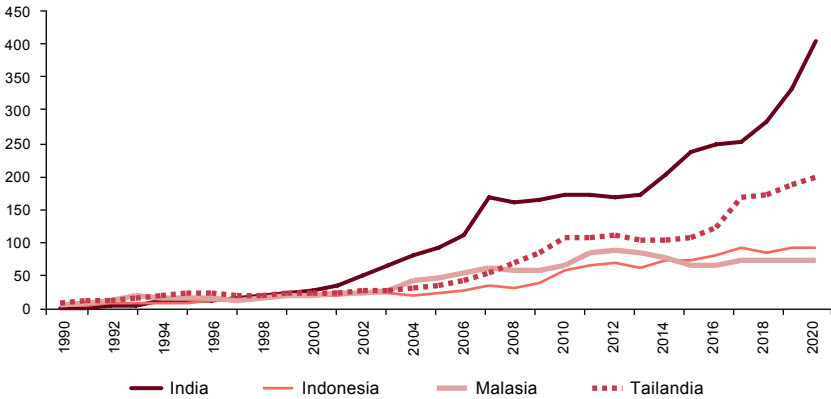
Gráfico V.4
Tailandia: entradas y salidas brutas, 2001-2018
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics, 2022 [base de datos en línea] <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

El modo habitual en que se ha hecho frente a las vulnerabilidades creadas por estas entradas brutas que podrían revertirse fácilmente ha sido que el banco central acumulara más reservas oficiales de divisas. En el gráfico V.5 se muestra la importancia que esa acumulación ha tenido como estrategia básica en los países en cuestión (los datos se expresan en derechos especiales de giro para evitar el efecto del cambio de moneda). Es evidente que la acumulación más importante tuvo lugar después de la crisis financiera mundial. Este hecho ha sido más prominente en el caso de la India y menos evidente en el de Malasia donde el nivel de reservas de divisas se ha estancado desde 2010. No obstante, dado que la importancia de las salidas de flujos financieros que no están asociadas a flujos de bienes y servicios también ha aumentado, el nivel de estas reservas todavía parece ser razonable, aunque es más bien elevado en el caso de la India y Tailandia. En 2020, las reservas internacionales equivalían a ocho meses del valor que todas las salidas por cuenta corriente de la India habían tenido el año anterior (2019), y a nueve meses en el caso de Tailandia, a seis meses en el de Indonesia, y a algo menos de cinco meses en el de Malasia, donde, como se ha señalado, el nivel de las reservas internacionales se encuentra estancado desde hace algunos años.

Gráfico V.5
India, Indonesia, Malasia y Tailandia: reservas oficiales de divisas, 1990-2020
(En miles de millones de derechos especiales de giro)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics, 2022 [base de datos en línea] <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

Esta acumulación de reservas suele tener dos objetivos. En primer lugar, proporcionar un autoseguro en forma de divisas que constituyan recursos a los que se pueda recurrir en caso de que haya una crisis

financiera o una fuga de capitales repentina, de forma de evitar una crisis monetaria y minimizar la necesidad de acudir al FMI y tener que afrontar rigurosas medidas de austeridad. En segundo lugar, gestionar el tipo de cambio, sobre todo en los períodos en que hay entradas importantes que, de lo contrario, podrían provocar una apreciación de la moneda y afectar la competitividad de las exportaciones. Esa gestión se hace mediante operaciones de mercado abierto que el banco central lleva a cabo, en las que compra o vende divisas según cuál sea el estado del mercado. Los bancos centrales de Asia han hecho este tipo de operaciones con frecuencia, más que nada para frenar la apreciación del tipo de cambio, lo que necesariamente lleva a acumular reservas de divisas. Cabe señalar que, en este caso, la acumulación de reservas es el resultado de las operaciones de mercado abierto que el banco central lleva a cabo en el intento de evitar que el tipo de cambio se aprecie debido a la entrada de capital o al excedente por cuenta corriente. Por consiguiente, la ausencia de apreciación o la ligera depreciación son resultados deseados. También es importante tener en cuenta que, a diferencia de lo que ocurre en muchos otros países en desarrollo, en estos países no hay una gran deuda externa neta, aunque la deuda externa bruta es grande y va en aumento. Por lo tanto, la acumulación de reservas es una respuesta a la fragilidad financiera, no una causa. Es una forma de autoseguro contra los cambios que se producen en la cuenta corriente y de capital (además de que permite evitar la apreciación indeseada de la moneda), pero se trata de un forma muy cara de asegurarse.

Esta acumulación de reservas de divisas, sin embargo, no ha permitido cumplir plenamente ninguno de los dos objetivos —autoasegurarse y gestionar las variaciones del tipo de cambio—, porque la naturaleza de los activos y los flujos financieros se ha modificado de una manera que ha llevado a que esa acumulación sea menos eficaz. Al mismo tiempo, esta también ha sido muy costosa, porque el rendimiento que se obtiene de esas reservas es muy bajo, y las entradas de capital exigen tasas de rendimiento mucho más elevadas que deben pagarse.

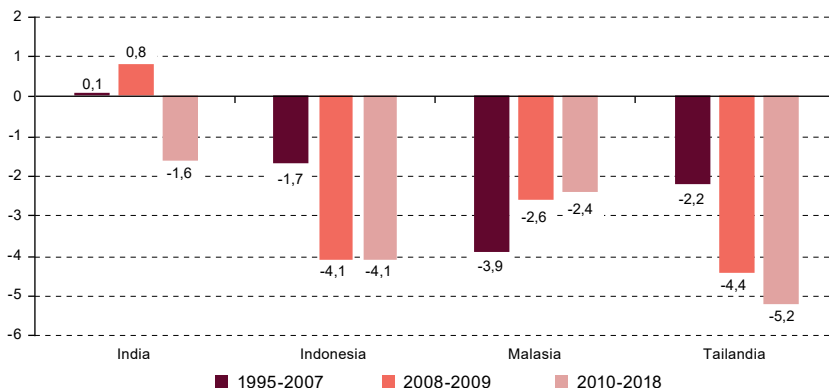
Para empezar, ha habido importantes cambios tanto en la estructura financiera como en la propiedad de los activos de las economías emergentes de Asia, lo que significa que los indicadores que se empleaban antes para saber qué nivel de reserva de divisas era necesario pueden no ser tan aplicables. Akyüz (2017) ha mostrado que la presencia extranjera en los mercados nacionales de acciones y deuda, entre ellos los de bonos, ha aumentado en gran medida. Hay una proporción creciente de bonos soberanos en manos de extranjeros, en particular de bonos que se emiten en moneda nacional y están sujetos a la jurisdicción local. Es habitual que los responsables de formular las políticas crean que de esta

forma se evitan los descalces monetarios y de plazos que desempeñaron un papel tan importante en el camino que llevó a las crisis de la deuda soberana en el pasado. Pero esto no es necesariamente así. Sobre todo en el caso de la tenencia de bonos por parte de residentes extranjeros, hay una susceptibilidad mucho mayor a las perturbaciones, por ejemplo, a la variación de las tasas de interés, y las ventas repentinas de bonos por parte de los no residentes (incluso de bonos denominados en moneda nacional) pueden dar lugar a una importante depreciación de la moneda. En una situación así, el hecho de que el tipo de cambio sea flotante puede en efecto agravar los problemas. Por lo tanto, la propiedad de la deuda (el hecho de que los titulares sean residentes o no residentes) es un indicador clave de la vulnerabilidad y tiene consecuencias asociadas que se relacionan con los rescates financieros y la reestructuración de la deuda. Se ha observado que ha aumentado la parte de la deuda en moneda nacional de los países en desarrollo de Asia que está en manos de residentes extranjeros, fenómeno que ha tenido lugar en los mercados emergentes en general (Casanova, Scheubel y Stracca, 2021), donde la deuda también adquiere mucho más la forma de deuda de cartera (bonos) que de préstamos comerciales externos³.

Esto altera naturalmente la noción de suficiencia de las reservas porque, si los residentes extranjeros ansiosos por salir del mercado también pueden vender con rapidez la deuda en moneda local, ya no bastaría con tener reservas suficientes para cubrir la deuda externa a corto plazo o incluso la deuda externa total. En casos extremos, ningún nivel de reservas de divisas sería suficiente para frenar la fuga de capitales o evitar la inestabilidad monetaria. Al mismo tiempo, mantener esas reservas es muy caro, porque estas suelen adoptar la forma de activos de baja rentabilidad y valores seguros, como las Letras del Tesoro de los Estados Unidos, que proporcionan tasas de interés muy bajas y decrecientes. Esto se suma al problema más general de las considerables transferencias de riqueza entre las economías emergentes y las avanzadas. Esta política de acumulación de reservas ha dado lugar a importantes transferencias de ingresos en vista de los diferenciales negativos de rendimiento entre los activos y los pasivos exteriores brutos (Akyüz, 2021). De hecho, esto es muy evidente en el caso de los cuatro países que se examinan en el presente, y refleja tanto las pérdidas de señoreaje oficial debidas a la tenencia de reservas como las diferencias entre el rendimiento de otros activos, entre ellos las acciones, que poseen los agentes privados. En el gráfico V.6 se ofrece un indicio sobre la magnitud de estas pérdidas, según los cálculos de la UNCTAD (2019).

³ La autora no pudo acceder a datos detallados sobre la propiedad de la deuda en estos países.

Gráfico V.6
India, Indonesia, Malasia y Tailandia: rendimiento neto de los activos
menos los pasivos exteriores brutos, 1995-2018
(En porcentajes)



Fuente: Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), Informe sobre el comercio y el desarrollo (UNCTAD/TDR/2019), Ginebra, 2019.

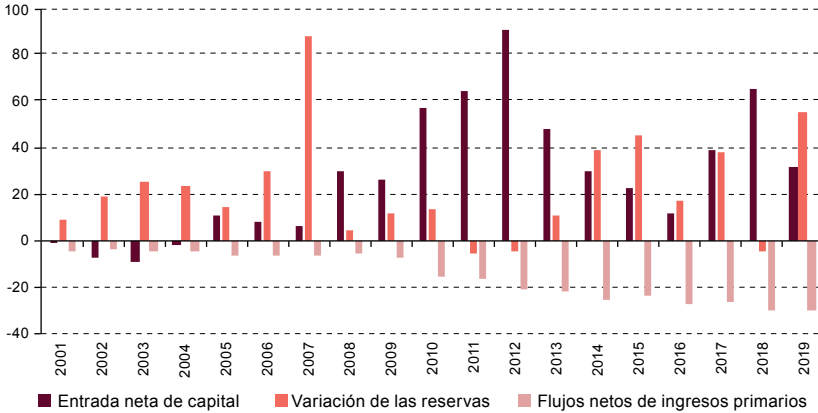
Merece la pena examinar el caso de la India en más detalle, ya que, entre estos cuatro países, es el que ha tenido la mayor entrada neta de capital en el último período. Akyüz (2021) estima que, entre 2000 y 2016, los activos exteriores brutos (créditos que los residentes indios tienen frente a los no residentes en moneda extranjera) pasaron de representar el 12,2% del PIB a representar el 23,3% de este, mientras que los pasivos exteriores brutos (créditos que los residentes extranjeros tienen frente a los residentes indios en moneda extranjera) aumentaron mucho más y pasaron de representar el 20,2% del PIB a representar el 49,1% de este. Como resultado, la posición neta de la India en materia de activos exteriores se deterioró y pasó del -17,0% al -25,8% del PIB en el transcurso de este período.

Se podría argumentar que esto refleja el hecho de que el país está atrayendo más capital extranjero, lo que beneficiaría a la inversión nacional. Pero en el caso de la India, las tasas de inversión han ido cayendo, en particular desde 2012. Además, el rendimiento de los activos ha sido considerablemente inferior al que los residentes extranjeros obtienen de los pasivos del país. En el transcurso del período, la pérdida causada por las diferentes tasas de rendimiento ascendió al 5% del PIB de 2016, lo que representa una pérdida enorme e innecesaria que privó a la economía india de recursos que precisaba mucho para su propio desarrollo.

Esta diferencia entre las tasas de rendimiento está presente en muchos tipos de inversiones y créditos internacionales. No obstante, uno de los principales motivos de la diferencia en términos generales es que, aunque hayan intentado atraer inversiones extranjeras, el Gobierno de la India y el Banco de Reserva de la India no han estado dispuestos a permitir que la inversión nacional aumentara en forma proporcional y, en lugar de ello, han

intentado “ahorrar” lo que ingresó aumentando las reservas de divisas. En el gráfico V.7 se muestra lo importante que fue la acumulación de reservas de divisas en los años anteriores a la crisis financiera mundial de 2008, y se observa que esa acumulación volvió a cobrar importancia en los años posteriores a 2013. En efecto, en los últimos años el aumento de las reservas de divisas casi ha contrarrestado las entradas netas de capital.

Gráfico V.7
India: flujos netos de capital, variación de las reservas de divisas y salidas de ingresos primarios, 2001-2019
(En miles de millones de dólares)



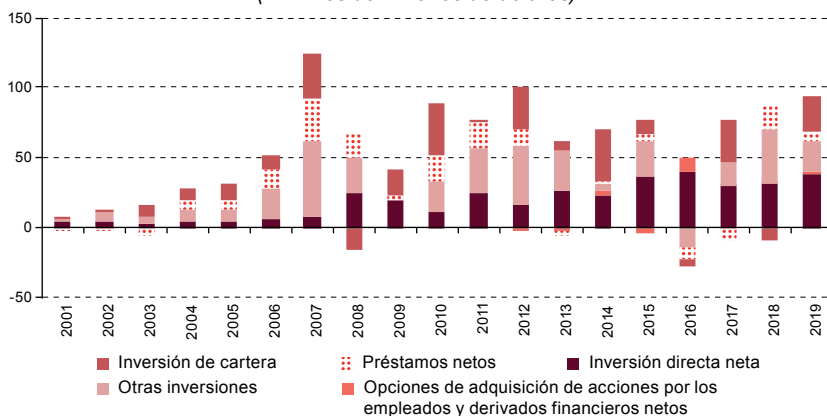
Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics, 2022 [base de datos en línea] <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

El hecho de que el aumento de las reservas de divisas casi haya contrarrestado las entradas netas de capital implica tres contradicciones. En primer lugar, las entradas de capital no se están utilizando para aumentar la inversión nacional. En segundo lugar, el aumento de las reservas de divisas que el Gobierno de la India considera una señal de que su gestión macroeconómica ha dado buenos resultados no representa una fortaleza sino una debilidad más bien grave, ya que esas reservas son en realidad “prestadas” y podrían disminuir con facilidad y rapidez si las entradas netas se invierten. En tercer lugar, hay un descenso importante de los ingresos primarios, que incluyen sobre todo los ingresos por inversiones, que han sido negativos y de una magnitud que ha aumentado cada vez más.

En el gráfico V.8 se muestra que, entre los distintos tipos de flujos de capital, los flujos de cartera han sido los más volátiles. Sin embargo, en los últimos años las otras inversiones (que incluyen la inversión en los mercados de bonos) y los flujos de deuda también han sido muy volátiles, y ha habido años en que incluso han llegado a ser negativos. Por supuesto, los flujos netos suelen enmascarar los flujos brutos más grandes. En el gráfico V.9, por ejemplo,

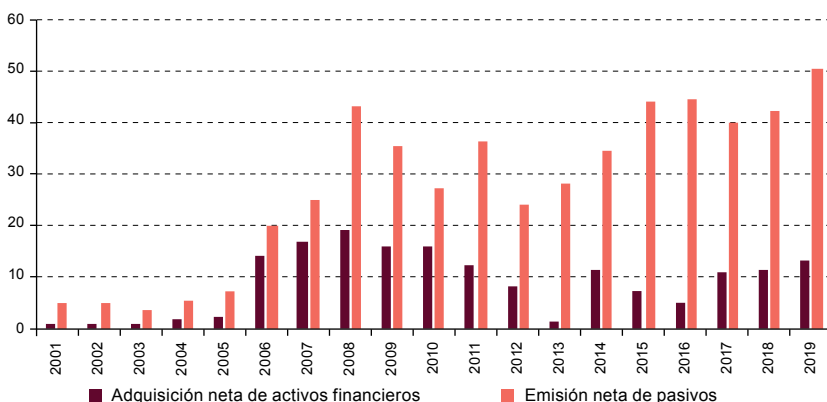
se sugiere que las entradas netas de inversión directa han sido menos volátiles. Sin embargo, esto es producto de la diferencia entre las entradas y las salidas brutas de este tipo de inversión que se muestra en el gráfico V.9, según el cual la adquisición neta de activos constituye la inversión directa en el exterior, y la emisión neta de pasivos se refiere a la inversión directa recibida. Es claro que ambas han sido muy volátiles, por lo que la cifra neta ofrece una imagen engañosa de mayor estabilidad.

Gráfico V.8
India: composición de los flujos netos de capital extranjero, 2001-2019
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics, 2022 [base de datos en línea] <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

Gráfico V.9
India: entradas y salidas de inversiones directas, 2001-2019
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics, 2022 [base de datos en línea] <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

El ejemplo de la India conduce a las siguientes preguntas básicas: si en la economía no se van a usar los flujos financieros extranjeros que ingresan al país para aumentar la inversión interna, y si permitir esas entradas y salidas por parte de los residentes resulta tan costoso, ¿qué sentido tiene abrir la cuenta de capital? ¿Qué le aporta a la economía, además de aumentar la fragilidad externa y financiera, y de provocar importantes pérdidas de ingresos debido a la diferencia entre la tasa de rendimiento de los activos y la de los pasivos?

La otra pregunta, pertinente para este documento, es qué se puede hacer al respecto en el contexto mundial actual. En concreto, ¿qué medidas se pueden adoptar para reducir la volatilidad de los flujos transfronterizos y la inestabilidad monetaria asociada, y para prevenir o reducir los efectos indirectos en los mercados financieros nacionales? A fin de examinar las posibilidades, a continuación se analizan las medidas que se tomaron en estos países en el último período, en particular para hacer frente a las inestabilidades derivadas de algunos procesos económicos externos, como la crisis financiera mundial de 2008-2009, el aumento de los flujos de capital durante el período de dinero fácil posterior, y el período de agitación financiera conocido como *taper tantrum* que tuvo lugar en 2013.

C. Medidas macroprudenciales concretas

En los cuatro países se han observado tendencias divergentes con respecto a las entradas netas de capital, lo que a su vez ha repercutido en el tipo de política necesaria. En la sección anterior se mostró que en los cuatro países ha habido tasas muy altas de entradas de capital bruto, que aumentaron en la década de 2010 (véanse los gráficos V.1 y V.4) cuando la expansión monetaria y las tasas bajas de interés de las economías avanzadas beneficiaron al capital móvil transnacional, que se dirigió a otras zonas que ofrecían un mayor rendimiento. En el gráfico V.6 se mostró cómo en todos estos países esto se asoció con pérdidas elevadas y crecientes derivadas del hecho de que la tasa de rendimiento de los pasivos y la de los activos extranjeros eran diferentes. Sin embargo, solo en dos de estos países se recibieron entradas netas de capital importantes durante una parte de este período: la India, a partir de 2007, e Indonesia, después de 2011. En Malasia y Tailandia, por el contrario, donde la cuenta corriente es superavitaria, se recibieron grandes entradas brutas, pero también se registraron salidas muy importantes, hasta el punto de que en ocasiones esos países incluso fueron exportadores netos de capital.

Además, en las cifras anuales no se recoge la enorme volatilidad que se desprende de los indicadores trimestrales o mensuales, que fue particularmente pronunciada en determinados períodos, por ejemplo, de octubre a diciembre de 2008 tras la quiebra de Lehman Brothers, y en

el período de agitación financiera conocido como *taper tantrum* que tuvo lugar en los meses centrales de 2013. En algunas economías individuales también hubo una elevada volatilidad en determinados períodos debido a que la percepción de los inversores se modificó a causa de las políticas y los procesos económicos nacionales. Estas diferencias entre los países deben tenerse en cuenta al considerar algunas medidas macroprudenciales que se adoptaron en ellos en respuesta a retos concretos. En el presente documento no se consideran las medidas macroprudenciales diseñadas para contener los riesgos financieros internos, como limitar la oferta de crédito (mediante la imposición de topes a las tasas de interés de los préstamos y al apalancamiento, requisitos de reserva, límites al crecimiento del crédito y a la exposición, gravámenes a los pasivos no básicos y límites sectoriales) o regular la demanda de crédito por medio de los ratios préstamo/valor, los ratios servicio de la deuda/ingresos, y las políticas e incentivos fiscales. La atención se centra más bien en los riesgos derivados de la integración financiera con los mercados mundiales y los mercados externos, y en los intentos por mitigar o reducir dichos riesgos aplicando diversas medidas. Estas han cobrado una importancia especial en las últimas décadas, ya que muchas economías de mercado emergentes de Asia se han visto afectadas por las fuerzas económicas mundiales debido a la mayor liberalización financiera que ha tenido lugar desde los años noventa.

En el contexto de la desregulación de los flujos de la cuenta de capital, en todos estos países se aplicaron diversas medidas macroprudenciales, en su mayoría impulsadas por el reconocimiento de que los préstamos en moneda extranjera llevan a que los prestatarios que no están cubiertos se vean expuestos a riesgos cambiarios, y de que, además, los flujos de capital pueden crear presiones cambiarias no deseadas en ambos sentidos. A grandes rasgos, se trata de los siguientes conjuntos de medidas:

- Límites a las posiciones en divisas, por ejemplo, a las posiciones netas o brutas en divisas y sin cobertura del riesgo de pérdidas, límites a la exposición al tipo de cambio y al financiamiento en divisas, y regulación del descalce de monedas.
- Requisitos de reserva (en moneda nacional y extranjera) con fines macroprudenciales, diferenciados por moneda.
- Medidas, como los recargos de capital y liquidez, destinadas a mitigar los riesgos de las instituciones financieras internacionales y nacionales de importancia sistémica.

Aunque en estos cuatro países se adoptaron todas estas medidas en distinto grado y en distintos momentos, aquí no se ofrece una relación detallada de lo que se hizo en cada país en cada período. En lugar de ello, se procura examinar algunas medidas macroprudenciales específicas dirigidas a objetivos concretos, y evaluar el grado en que estas dieron

buenos resultados, tanto en el período en cuestión como en el transcurso del tiempo. En Tailandia, el objetivo concreto de evitar que el baht se apreciara en exceso durante los períodos de entrada de capitales fue notorio sobre todo en dos episodios. En Indonesia, la adopción de medidas macroprudenciales para frenar la actividad especulativa que conduce a la volatilidad del tipo de cambio estuvo dirigida específicamente a controlar los mercados de derivados. En Malasia fue evidente el intento de gestionar los flujos de capital de cartera (tanto en los mercados de acciones como en los de bonos). En la India, las medidas prudenciales se impusieron y se relajaron según cómo evolucionaran los flujos transfronterizos: el encaje aumentó en los períodos de mayores entradas y se redujo cuando las salidas eran más notorias.

1. Intentos de evitar la apreciación no deseada de la moneda en Tailandia

En Tailandia, al igual que en Malasia, hubo un excedente por cuenta corriente durante gran parte del período transcurrido a partir de 2000, y se recibieron entradas brutas de capitales que fueron muy importantes. Como resultado, hubo presiones alcistas sobre el tipo de cambio que podían haber afectado la competitividad comercial. El banco central procuró controlar la apreciación del baht aplicando diferentes medidas, entre ellas, llevar a cabo operaciones de mercado abierto para estabilizar el valor externo de la moneda, permitir que hubiera más salidas de capital, e intentar frenar algunas entradas de capitales especulativos o arbitraje entre monedas que estaban más basadas en la especulación y tenían por objeto aprovechar las diferencias entre las tasas de interés. En particular, hubo oleadas periódicas de entradas de capital que amenazaron con provocar una apreciación rápida y desestabilizadora de la moneda.

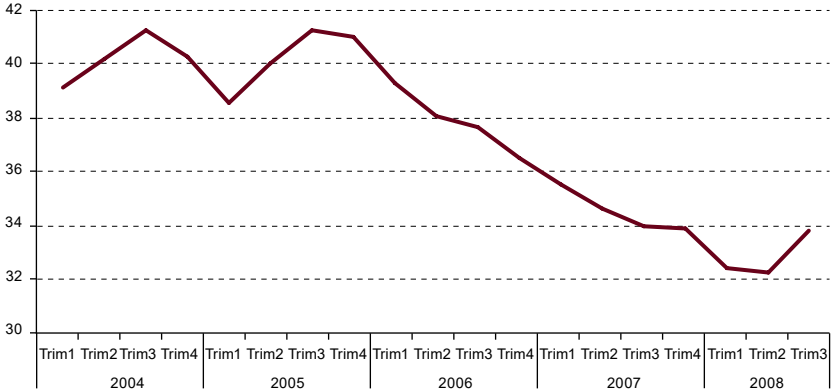
Uno de esos episodios ocurrió en el período 2006-2008 y creó una importante presión al alza sobre el baht, que a su vez afectó la competitividad de las exportaciones. Como cada vez se volcaban más recursos extranjeros en instrumentos de renta fija a corto plazo (sobre todo en valores basados en acciones) con el incentivo de obtener un mayor rendimiento y en previsión de una mayor apreciación del baht, al principio se intentaron diversas medidas destinadas sobre todo a frenar la especulación monetaria (Jongwanich y Kohpaiboon, 2012). Entre esas medidas se encontraba la limitación de los saldos diarios pendientes en baht de los no residentes, la prohibición de las operaciones de préstamo o venta de baht a no residentes sin pruebas de que hubiera una operación comercial o una inversión que las explicara, y la imposición de períodos de tenencia de al menos tres meses. Sin embargo, la volatilidad en los mercados de divisas continuó, ya que surgieron otros medios para especular con el baht y este siguió fortaleciéndose. Por último, en diciembre de 2006 el Banco de Tailandia aplicó un encaje no

remunerado según el cual el 30% de los fondos correspondientes a ciertos tipos de inversión que se consideraban más susceptibles de ser utilizados por los especuladores se debían conservar depositados sin intereses durante un año. Entre esos tipos de inversión se encontraban nuevas inversiones extranjeras realizadas en el país en forma de préstamos extranjeros, instrumentos de renta fija, fondos de inversión, fondos inmobiliarios, permutas de divisas y cuentas en baht de no residentes sin pruebas de que hubiera operaciones comerciales e inversiones a largo plazo genuinas que las explicaran. Los fondos debían mantenerse en cuentas especiales de no residentes denominadas en baht para títulos de deuda y sociedades de inversión de capital variable, que solo estaban permitidas para liquidaciones relacionadas con la inversión en esos tipos de títulos y sociedades. Los inversores que quisieran retirar el dinero antes de que hubiera transcurrido un año solo recibirían dos tercios de la reserva retenida. Esto solo se aplicaba a las inversiones superiores a 20.000 dólares, y estaban exentas las entradas relacionadas con el comercio de bienes y servicios, la inversión extranjera directa y la inversión en acciones del mercado de valores.

Estas medidas basadas en el mercado suponían una sanción relativamente pequeña incluso para los flujos especulativos: se estimaba que los beneficios de los inversores se recortarían en aproximadamente un 1,5% como consecuencia de la introducción de la medida de encaje, lo que suponía una pequeña parte del 20% de rentabilidad que obtenían. La medida no se aplicaba a las operaciones realizadas antes del 19 de diciembre de 2006, por lo que se esperaba que solo disuadiera a los nuevos inversores especulativos. Sin embargo, los precios de las acciones se desplomaron (cayeron un 15% en un solo día), ya que algunos inversores extranjeros se deshicieron de sus acciones de inmediato, lo que llevó a que el índice perdiera la mayor parte de las ganancias obtenidas el año anterior. La preocupación por el impacto de esta situación en los mercados de activos nacionales acabó obligando al gobierno a retroceder parcialmente y a limitar la intervención. Con el tiempo, el encaje no remunerado se fue flexibilizando de forma gradual y acabó por levantarse en marzo de 2008.

Se ha sugerido que esta medida sirvió para estabilizar el baht en los meses siguientes y que redujo el volumen absoluto de este tipo de entradas. Si bien esto puede ser cierto, es imposible determinar hasta qué punto fue así, dado que no se dispone de información contrafáctica, es decir, no se sabe qué habría ocurrido con las entradas y con el valor del baht si no se hubiera impuesto esta medida. En cualquier caso, como se observa en el gráfico V.10 el baht siguió apreciándose trimestre tras trimestre hasta detenerse brevemente en el tercer trimestre de 2007. Al parecer, el efecto en el tipo de cambio fue muy leve hasta principios de 2008, cuando la apreciación continua con respecto al dólar estadounidense por fin se invirtió, al menos durante algún tiempo.

Gráfico V.10
Tailandia: tipo de cambio trimestral del baht
respecto del dólar, 2004-2012
(En baht)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics, 2022 [base de datos en línea] <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

En 2010 el Gobierno tailandés volvió a intervenir y trató de imponer una serie de controles basados en el mercado para frenar el aumento de las entradas de capital, esta vez para contrarrestar la rápida acumulación de deuda externa que volvía a ejercer una presión alcista sobre el baht. La mayor parte de las entradas ocurrieron en el mercado de bonos, donde la inversión extranjera en bonos tailandeses aumentó de forma extraordinaria y pasó de 730 millones de dólares en 2009 a 4.000 millones de dólares solo en los primeros nueve meses de 2010. Para poner freno a ese aumento, en octubre de 2010 el gobierno fijó un impuesto del 15% sobre el pago de intereses y las ganancias de capital de todos los instrumentos de deuda soberana, incluidos los bonos emitidos por empresas del sector público. El propósito principal de esta medida era frenar la especulación en instrumentos de deuda que se basaba en las ganancias de capital tanto en los mercados nacionales como en los de divisas; la deuda externa seguía representando una proporción pequeña del PIB y era muy inferior al 40% de este.

Sin embargo, estos dos episodios de intervención significativa en el mercado no hicieron que los flujos de capital se volvieran más estables. De hecho, el efecto de algunas restricciones fue que se pasara de las clases de activos que ahora se restringían a otras que no estaban sometidas a esos controles (Jongwanich y Kohpaiboon, 2012). Esto es lo que aparentemente ocurrió tanto en el período 2006-2007 como en 2010. Mientras tanto, el banco central también tuvo que seguir llevando a

cabo operaciones sustanciales de mercado abierto a pesar de las diversas restricciones. En general, parece que la gestión del tipo de cambio que se llevó a cabo en este período con el objeto de prevenir la apreciación se basó en última instancia en liberalizar la cuenta de capital de modo que los residentes nacionales pudieran comprar activos financieros extranjeros; esto fomentaba las salidas, que igualarían o se acercarían a las grandes entradas. Ya se ha señalado en las secciones A y B que aplicar esta estrategia para gestionar el tipo de cambio es a la vez arriesgado y costoso: expone a la economía nacional a perturbaciones repentinas derivadas de los movimientos de capitales y da lugar a pérdidas considerables debido a las diferencias entre la tasa de rendimiento de los activos nacionales y la de los extranjeros. Sin embargo, esa combinación de medidas sirvió (con cierto costo) para estabilizar el tipo de cambio y evitar que el baht tailandés fuera extremadamente volátil, aunque la moneda siguiera apreciándose con respecto al dólar estadounidense durante la mayor parte del período posterior a 2004.

2. Forma de lidiar con la actividad especulativa en los mercados de derivados de Indonesia

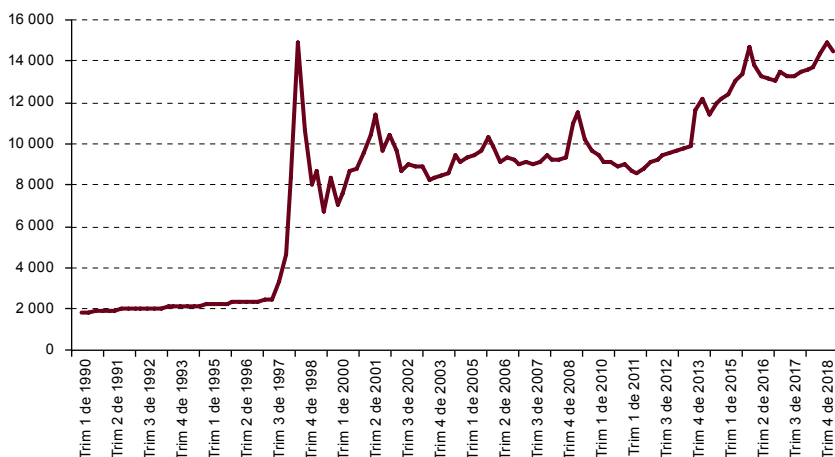
La aparición y la importancia cada vez mayor de los derivados en los mercados financieros de los países en desarrollo de Asia ha creado una fuente particular de vulnerabilidad y ha hecho más difícil garantizar la estabilidad y reducir la vulnerabilidad frente a las crisis y los cambios repentinos. En Indonesia se han aplicado varias medidas centradas en los mercados de derivados, tanto nacionales como extranjeros, específicamente en lo que respecta a las operaciones con divisas. El comercio de rupias en el extranjero ha recibido una atención especial a la hora de aplicar las políticas. En 2001, el banco central de Indonesia prohibió a los bancos del país transferir rupias a los no residentes y subrayó que no se permitiría ninguna transferencia que no estuviera respaldada por operaciones reales subyacentes realizadas dentro de la economía del país. Además, se impusieron restricciones a las operaciones con derivados que no estuvieran respaldadas por operaciones reales subyacentes, y el límite máximo de las operaciones con derivados que supusieran que los bancos nacionales vendieran divisas a los no residentes se redujo de 5 a 3 millones de dólares. Se trataba de impedir que se emplearan estas vías para especular con la rupia.

En 2004, durante un período en que las entradas de crédito comercial externo y de inversión directa aumentaron de forma repentina, el banco central de Indonesia introdujo nuevas regulaciones prudenciales que se aplicaban a las posiciones en divisas sin cobertura del riesgo de pérdidas pertenecientes a los bancos comerciales, regulaciones que

restringieron la capacidad de estos para especular en el mercado de las permutas financieras (Sengupta y Gupta, 2015). Además, a las cuentas de depósito bancarias en rupias y en divisas se les aplicaron mayores requisitos de reserva y, a principios de 2005, se impuso un límite a los préstamos a corto plazo que los bancos podían obtener, préstamos que no podían superar el 20% de los recursos propios de estos. Sin embargo, a mediados de 2005 se produjo una repentina salida de capitales, lo que constituyó una señal de que estas regulaciones no habían sido suficientes para evitar la volatilidad y la escasez de divisas. Como resultado, a partir de mediados de julio de 2005 se impusieron nuevas medidas (Tititheruw y Atje, 2008). Se impuso un límite de 1 millón de dólares a las operaciones con derivados de divisas contra la rupia y se estableció un límite similar a las compras de dólares destinadas a las operaciones a término y las permutas financieras. También se fijó un período mínimo de cobertura de la inversión que ascendía a tres meses en el caso de las operaciones con divisas. Esto tuvo un impacto inmediato: el volumen de las operaciones de permuta financiera se redujo a la mitad entre el primer y el segundo semestre de 2005. Sin embargo, esto siguió siendo insuficiente para frenar el flujo de capitales hacia el exterior, por lo que en agosto fue necesario adoptar nuevas medidas. Se aumentaron las reservas obligatorias de los bancos; se regularon aún más las operaciones con derivados y permutas financieras de cobertura, y se limitó el riesgo cambiario de los bancos aplicando un límite del 20% tanto a la posición abierta neta del balance como a la posición abierta neta global. También se incrementó la participación en el acuerdo bilateral de canje (que surgió de la Iniciativa de Chiang Mai de 2000). Estas medidas se asociaron con una cierta estabilización de los mercados de divisas en los años siguientes.

Sin embargo, como se indica en el gráfico V.11, la medidas no frenaron la caída de la rupia a mediano plazo ni impidieron que la especulación continuara en los mercados de divisas por otros medios. De hecho, la depreciación de la moneda se aceleró después de 2010 y se asoció con una importante volatilidad en los mercados de divisas. El banco central de Indonesia había insistido en que todos los contratos de derivados debían estar respaldados por operaciones reales subyacentes realizadas en la economía indonesia, y había hecho hincapié en la función de cobertura que desempeñaban los mercados de derivados. Sin embargo, la actividad que efectivamente tuvo lugar en dichos mercados, sobre todo los aumentos repentinos de la compra y de la venta, sugieren que este requisito era difícil de hacer cumplir en la práctica o, por lo menos, que a los bancos y a otros agentes financieros les resultó razonablemente fácil eludirlo.

Gráfico V.11
Indonesia: valor trimestral promedio de la rupia respecto del dólar estadounidense, 1990-2018



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics, 2022 [base de datos en línea] <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

Tras la adopción formal de un régimen de política monetaria con fijación de objetivos de inflación en 2009, el banco central de Indonesia había permitido a los bancos comerciales fijar libremente sus tipos de cambio y las comisiones que aplicaban a las operaciones con los clientes, aunque cuando las operaciones superaban un umbral definido se debían verificar los documentos que las justificaban. Las entidades no bancarias (sobre todo las casas de cambio) estaban autorizadas a realizar actividades de cambio de moneda comprando y vendiendo divisas (billetes) y comprando cheques de viajero, pero se les prohibía realizar transferencias de fondos o remesas de dinero. Sin embargo, todas las operaciones con divisas debían liquidarse en su totalidad. En enero de 2011, el banco central de Indonesia revocó el servicio que proporcionaba liquidez en divisas a las empresas nacionales mediante la realización de operaciones al contado a través de los bancos comerciales en relación con actividades económicas llevadas a cabo en el país. Sin embargo, la caída de la rupia continuó, y se acentuó durante el *taper tantrum* de 2013, cuando el tipo de cambio de la rupia respecto al dólar se depreció en casi un cuarto de su valor entre el segundo y el cuarto trimestre de 2013. A finales de 2015, el umbral de 100.000 dólares al mes por encima del cual se debía demostrar que había una operación subyacente que respaldara la compra de divisas al contado se redujo a 25.000 dólares o su equivalente al mes. Todas las operaciones a término debían estar respaldadas por documentos que demostraran la existencia de una operación subyacente.

En el transcurso de la última década se introdujeron otras medidas para gestionar el riesgo cambiario de los bancos. Se impusieron límites a las posiciones abiertas netas de estos, y también se estableció un límite máximo en relación con los préstamos a corto plazo que los bancos podían obtener en el extranjero, límite que ascendía al 25% de sus recursos propios. Los bancos que desearan obtener préstamos en el extranjero que tuvieran un vencimiento superior a un año debían solicitar la autorización del banco central de Indonesia. Dado que gran parte de la preocupación provenía de las empresas no financieras, en 2014 el banco antemencionado emitió una nueva norma que las obligaba a cumplir los siguientes requisitos: i) un coeficiente mínimo de cobertura cambiaria equivalente a un 25% de su deuda externa neta con vencimiento a tres y seis meses; ii) un coeficiente mínimo de liquidez (con inclusión de los activos externos corrientes comprendidos en el coeficiente de cobertura) equivalente a un 50% de su deuda externa neta con vencimiento a tres y seis meses, y iii) una calificación crediticia mínima de un escalón por debajo del grado de inversión (Warjiyo, 2017, pág. 193).

Desde la crisis financiera asiática, las autoridades indonesias se han propuesto limitar el uso de derivados de modo que estos solo se utilicen con fines de cobertura. Como resultado, las restricciones que se han impuesto a los productos y las operaciones de derivados extrabursátiles han llevado que el mercado de este tipo de derivados sea poco profundo y tenga pocos participantes e instrumentos de cobertura. Ha habido algunos intentos de crear un mercado de derivados nacional. Por lo tanto, aunque el mercado de derivados extrabursátiles de Indonesia es pequeño en términos relativos, ha crecido de forma constante en los últimos años. El importe notional en circulación de los derivados extrabursátiles en Indonesia alcanzó los 81.000 millones de dólares en 2019 (0,7% del PIB), y el volumen anual de negocios llegó a los 559.000 millones de dólares (51% del PIB) (CEF, 2021). Las cuatro clases de derivados que se negocian actualmente en Indonesia son los de divisas, los de tasas de interés, los de productos básicos y los de acciones. En Indonesia no hay ningún mercado de derivados de crédito. Casi toda la actividad del mercado de derivados se lleva a cabo de forma extrabursátil y se refiere a los derivados de divisas, tasas de interés y productos básicos, aunque está dominada por los primeros, que en 2019 representaron más del 97% del volumen de negocios del mercado de derivados extrabursátiles del país. Ese año, los bancos nacionales (incluidas las filiales locales de grupos bancarios extranjeros y las sucursales locales de bancos extranjeros) fueron los participantes más activos del mercado de derivados extrabursátiles de divisas y tasas de interés (52% de la cuota de mercado), seguidos por los clientes extranjeros (que representaron el 31% e incluían las sucursales y filiales en el extranjero de bancos indonesios y las oficinas en el extranjero de empresas indonesias) y los clientes nacionales no bancarios (que representaron el 17% y eran sobre todo empresas no financieras) (CEF, 2021).

Aunque las medidas macroprudenciales destinadas a lograr que hasta donde fuera posible la actividad de los derivados estuviera vinculada solo con la cobertura de operaciones reales subyacentes hayan reducido la volatilidad de los movimientos de la moneda, no la han eliminado por completo. La volatilidad que la moneda ha exhibido más recientemente durante la pandemia sugiere que es probable que los mercados de derivados hayan seguido contribuyendo a que la volatilidad aumentara, a pesar de los continuos intentos por garantizar que los contratos que se celebran en estos mercados estén respaldados por operaciones económicas reales realizadas dentro de la economía.

3. Control y liberalización de los flujos de cartera en Malasia

La experiencia de la crisis asiática hizo que Malasia se convirtiera en uno de los primeros países en introducir activamente controles sobre las salidas de capital, en particular sobre los flujos de cartera, tras un largo período en que la cuenta de capital se mantuvo abierta y se liberalizaron las normas que se aplicaban a dichos flujos. En consecuencia, en 2000 se aplicaron varios controles sobre las entradas y salidas de capital. Se impuso la obligación de obtener aprobación previa para hacer inversiones de cualquier tipo en el extranjero que superaran los 10.000 ringgit, y esto se aplicaba tanto a las inversiones directas y a los flujos de cartera como al crédito. Se exigía autorización previa para comprar derivados en el caso de los contratos al contado o a término o los futuros de tasa de interés que no se negociaran en una bolsa de futuros de Malasia. Asimismo, se exigía que los residentes obtuvieran aprobación previa para emitir valores y para acceder a créditos de más de 5 millones de ringgit otorgados por no residentes. Había una condición explícita de que los ingresos que se obtuvieran de la emisión o las cantidades que se obtuvieran en préstamo debían utilizarse para financiar actividades productivas en Malasia que dieran lugar a ingresos en divisas o a una reducción de la futura salida de estas. En el caso de los no residentes, la prohibición de repatriar valores que regía anteriormente se sustituyó en 1999 por impuestos sobre las salidas. Al principio, se imponía una tasa del 30% al capital y a las ganancias de capital que se repatriaban en un plazo de 12 meses, y del 10% a los que se repatriaban después de transcurrido ese plazo; posteriormente, a partir de finales de 1999 se pasó a gravar solo la repatriación de las ganancias de capital y de los beneficios a una tasa del 10%. Para comprar o vender ringgit a término en los mercados de divisas se necesitaba una autorización previa, y los no residentes solo tenían permitido conceder créditos en divisas, no en moneda nacional.

Sin embargo, a partir de 2001 estos controles se fueron moderando de forma progresiva en varios ámbitos importantes. En la práctica, esta moderación redujo la capacidad del gobierno y del banco central para

gestionar el impacto desestabilizador de los flujos de capital, y también estuvo asociada con salidas muy importantes de capital cuyo efecto fue que Malasia se convirtiera en un exportador neto de capital en detrimento de su propio proyecto de inversión y desarrollo interno. Los controles macroprudenciales resultaron ser relativamente ineficaces para hacer frente a esta situación.

En febrero de 2001 se suprimió la tasa del 10% que se imponía a los beneficios obtenidos de inversiones de cartera si estos se repatriaban en el transcurso de un año luego de su realización. En 2002 se eliminó el requisito de obtener aprobación previa si se deseaba invertir más de 10.000 ringgit en valores extranjeros. En 2003 se modificaron las directrices relativas a las sociedades de inversión de capital variable para incluir no solo la inversión en valores extranjeros que cotizaban en bolsas extranjeras sino también la inversión en los que se negociaban en un mercado extranjero o de conformidad con las reglas de este, si se obtenía la aprobación de las autoridades pertinentes.

En 2004 se permitió que los bancos multilaterales de desarrollo y las empresas multinacionales extranjeras emitieran bonos en ringgit en Malasia. Las compras de activos financieros extranjeros se liberalizaron aún más en 2005. Se incrementó el límite que se aplicaba a las inversiones en el extranjero de los fondos vinculados a la inversión que ofrecían las aseguradoras que residían en el país y las empresas residentes que gestionaban las sociedades de inversión de capital variable. Dicho límite, que antes estaba fijado en el 10% del valor liquidativo total de los fondos y hasta el 5% de los márgenes de solvencia o los activos totales de estos, pasó a ser del 30%. Se permitió que las sociedades residentes dedicadas a la gestión de fondos y activos invirtieran en el extranjero hasta el 100% de los fondos gestionados en nombre de no residentes y de clientes residentes que no tuvieran servicios nacionales de crédito en ringgit. Los residentes que sí los tuvieran podían invertir en el extranjero cualquier cantidad de moneda extranjera propia que tuvieran en el país o en el exterior, hasta 10 millones de ringgit obtenidos de un servicio de crédito extranjero, o ringgit convertidos a moneda extranjera, en cuyo caso se imponía un límite de 10 millones de ringgit por año a las empresas y de 100.000 ringgit por año a los particulares. En 2006 se elevó de 10 a 50 millones de ringgit el límite que se imponía a las empresas residentes que desearan invertir en activos extranjeros en moneda extranjera utilizando fondos prestados en el país; a las inversiones de los no residentes en el país se les impuso un límite de 250.000 ringgit. En 2008 se eliminaron los límites a la inversión en sociedades de inversión de capital variable y fondos fiduciarios inmobiliarios no residentes. En 2013 se permitió que los residentes emitieran cualquier cantidad de valores en moneda extranjera, mientras cumplieran las normas vigentes sobre los préstamos que se podían obtener de no residentes. Además, los no residentes tenían libertad para emitir valores

denominados en moneda extranjera en Malasia, aunque para emitir valores denominados en ringgit seguían necesitando la aprobación del banco central del país. Estas medidas estuvieron asociadas con el marcado aumento de los activos extranjeros que se observa en los gráficos V.3 y V.5.

Las normas que se aplicaban a la obtención y el otorgamiento de préstamos externos comenzaron a suavizarse a partir de 2002. Se permitió a los bancos conceder créditos de hasta 5 millones de ringgit a los no residentes para financiar proyectos en Malasia. En 2003 se les permitió conceder descubiertos de hasta 500.000 ringgit a los no residentes, siempre que dicho crédito estuviera cubierto por depósitos fijos en el banco. El límite de los préstamos en ringgit que los bancos podían conceder a los no residentes con cualquier fin se elevó a 10 millones de ringgit; a su vez, tanto los bancos como las entidades no bancarias estaban autorizados a conceder préstamos a los no residentes para que estos llevaran a cabo actividades inmobiliarias y de construcción en Malasia. En 2005, los límites que se imponían a los créditos en moneda extranjera se aumentaron a 50 millones de ringgit en el caso de las empresas y a 10 millones de ringgit en el caso de los particulares residentes. El límite establecido en relación con los préstamos que las instituciones financieras distintas de los bancos podían solicitar en el extranjero se incrementó de 50 millones a 100 millones de ringgit en 2006. En 2007, el límite del crédito en moneda extranjera que los no residentes podían conceder a los residentes se elevó a 10 millones de ringgit. En 2008, mientras transcurría la crisis financiera mundial, se permitió a los particulares y las empresas residentes pedir préstamos en ringgit de hasta 1 millón de ringgit a los no residentes para utilizarlos en Malasia. Los bancos residentes habilitados y otros residentes podían prestar cualquier cantidad en ringgit a los no residentes para financiar actividades que se desempeñaran en el sector real de Malasia. En 2010 se permitió que las sociedades residentes pidieran préstamos en moneda extranjera sin límite de monto a sociedades no bancarias no residentes.

Además, en 2008 se abrieron las puertas a la inversión extranjera en el sector financiero nacional: se permitió que los no residentes tuvieran una participación de hasta el 30% en el capital de los bancos comerciales y de hasta el 70% en el de los bancos de inversión y las compañías de seguros. Ese último límite podía superarse en casos concretos en que las sociedades pudieran facilitar la consolidación y racionalización del sector de los seguros (Bank Negara Malaysia, 2009). También se suavizaron los controles sobre las inversiones de las sociedades residentes en el exterior: las que podían cumplir los requisitos prudenciales establecidos por el banco central de Malasia podían realizar inversiones directas en el extranjero por cualquier monto, sin límites. Es de suponer que estas medidas formaban parte de los esfuerzos por reactivar la inversión y el crecimiento durante la crisis de 2008-2009. No obstante, condujeron al

desajuste de los rendimientos que ya se ha señalado en este documento. La liberalización se amplió aún más en 2012, cuando se permitió que los residentes convirtieran las obligaciones de deuda en ringgit que ya tenían en obligaciones de deuda en moneda extranjera y viceversa.

En este contexto mucho más liberalizado, a pesar de que el banco central había adoptado de forma explícita un marco dinámico de política macroprudencial, las medidas macroprudenciales relacionadas con los flujos de capital se volvieron mucho más difíciles de aplicar y no permitieron evitar totalmente que se acumularan vulnerabilidades sistémicas en la economía nacional en respuesta a los cambios de la economía mundial. En el sector inmobiliario y de la vivienda, las medidas periódicas de endurecimiento o relajación estaban destinadas a moderar los flujos de crédito y reducir la especulación que podría crear una inflación del precio de los activos. En 2016, por ejemplo, se pidió a las instituciones financieras nacionales que mantuvieran colchones anticíclicos de capital para reducir la vulnerabilidad ante las inestabilidades y las crisis mundiales. Aunque gracias a estas medidas probablemente se redujeron en cierto grado los movimientos extremos en estos mercados de activos, con ellas no se logró resolver el problema más fundamental de las salidas netas de capital que las medidas de liberalización de la década anterior habían posibilitado.

4. Uso de incentivos en lugar de controles para gestionar los flujos de capital en la India

La estrategia india para hacer frente a las vulnerabilidades derivadas del sector exterior en el período considerado consistió en gran medida en alejarse de los controles administrativos que habían marcado la gestión de la cuenta de capital hasta principios de los años noventa. Este cambio no siempre fue lineal y progresivo; hubo varias medidas iniciales que luego se estancaron o incluso se interrumpieron ante la evolución de las circunstancias externas, como la crisis del sudeste asiático. Sin embargo, en términos generales hubo un desplazamiento hacia la liberalización continua, lo que significó que hubo que pasar a centrarse en crear mecanismos de incentivos dirigidos a los actores privados. En consecuencia, junto con las estrategias destinadas a mitigar el riesgo derivado de los mercados de divisas o de la exposición cambiaria potencialmente excesiva, se introdujeron de forma periódica diversas normas en que se imponían requisitos de provisiones y recursos propios adecuados e incrementales, que luego se modificaban según cambiaban las circunstancias.

El grado en que esas medidas dieron resultado fue desigual. Los esfuerzos por dejar atrás los flujos de entrada que en su mayoría eran a corto plazo y fomentar los flujos de inversión a largo plazo han sido en gran medida infructuosos, lo que significa que la economía india sigue

expuesta a la volatilidad de los tipos de cambio y a las consecuencias que esto conlleva. Además, sigue vigente la pregunta de carácter más fundamental que se planteó en la sección B, a saber, la que se refiere a cuáles son los beneficios de abrir la cuenta de capital si esto no lleva a que aumente la inversión interna. Sin embargo, en este contexto más amplio, la aplicación de medidas macroprudenciales probablemente contribuyó a que hubiera una cierta resiliencia en los mercados financieros nacionales, lo que a su vez podría haber incidido en que la recuperación posterior a los diversos episodios de crisis o inestabilidad que se examinaron en el presente haya sido relativamente rápida. El que esa recuperación de los mercados financieros no llevara a que se recuperara la inversión real y a que aumentara la producción y el empleo ya es otro asunto.

El banco central de la India (Banco de Reserva de la India) ha utilizado la obligación de mantener reservas líquidas como una herramienta importante para regular los volúmenes de crédito nacionales que podrían modificarse debido a las entradas o salidas de capital. El coeficiente de liquidez legal, que consiste en la obligación de los bancos de mantener como reserva una determinada proporción de títulos públicos, también ha sido uno de los principales instrumentos. Por ejemplo, durante la crisis financiera mundial del último trimestre de 2008, cuando hubo una importante salida de capitales de la India y de otros mercados emergentes, el coeficiente de reservas líquidas se redujo del 9% al 5% en enero de 2009, y el coeficiente de liquidez legal se redujo en un punto porcentual, del 25% al 24%.

Del mismo modo, a partir de 2012, cuando la balanza comercial se deterioró y ejerció más presión sobre la cuenta corriente, y las tasas de inversión disminuyeron, el Banco de Reserva de la India procuró adoptar una postura monetaria expansiva y aumentar la capacidad de los bancos y otras instituciones financieras para ofrecer crédito. En enero de 2012, el coeficiente de encaje se redujo del 2% al 1%. Posteriormente, el coeficiente de reservas líquidas se redujo gradualmente del 5,5% en marzo de 2012 al 4% en febrero de 2013. Más adelante, tras el *taper tantrum* de 2013 y la consiguiente volatilidad de los tipos de cambio debido a las salidas de capital de cartera que provocaron una depreciación repentina, la estrategia consistió en seguir flexibilizando las condiciones de entrada del capital extranjero, en lugar de controlar más los flujos. Por ejemplo, se redujeron los ratios préstamo/valor que se aplicaban a algunos sectores (más adelante se brinda más información sobre estas medidas). En abril de 2014 se liberalizó aún más la posibilidad de obtener préstamos comerciales externos con el fin de permitir que otras entidades pudieran ser prestatarias: se incluyó a las sociedades de financiamiento de la vivienda reguladas por el Banco Nacional de la Vivienda, a los fideicomisos de puerto y a las sociedades dedicadas a actividades de transporte de mercancías, y de mantenimiento, reparación y revisión. La liberalización se aplicaba a los préstamos en

rupias. Los requisitos de recursos propios vinculados a los préstamos individuales para la vivienda se liberaron gradualmente mediante la reducción de las ponderaciones de riesgo y del ratio préstamo/valor. Al mismo tiempo, a las medidas anteriores se sumaron otras destinadas a contener los excesos financieros, por ejemplo, se redujo el límite máximo que se aplicaba al ratio servicio de la deuda/ingresos, y se aumentaron los requisitos de recursos propios y de provisiones relacionados con la exposición cambiaria sin cobertura.

El episodio del *taper tantrum* de 2013 puso de manifiesto las fragilidades asociadas a la posición en divisas de los bancos. Por lo tanto, se exigió que todos los bancos aplicaran un requisito de recursos propios del 9% sobre el límite de la posición en divisas sin cobertura del riesgo de pérdidas o sobre la posición real, la que fuera mayor. A pesar de esa medida, el grado de exposición cambiaria sin cobertura de las entidades siguió siendo significativo y eso aumentaba la probabilidad de impago en épocas de gran volatilidad de las monedas. En consecuencia, en 2014 se impusieron nuevos requisitos incrementales de provisiones y recursos propios que se aplicaban a la exposición de los bancos frente a entidades que no contaban con cobertura cambiaria.

Algunas de estas normas se suavizaron en el período 2015-2016. Por ejemplo, para dar más flexibilidad a los participantes del mercado a la hora de gestionar su riesgo cambiario en el mercado extrabursátil y para facilitar la cobertura, se decidió aumentar el límite que las entidades residentes debían respetar a la hora de cubrir su exposición cambiaria en dicho mercado. El límite pasó de 250.000 dólares a 1 millón de dólares, y no se exigía que se presentara ningún documento de base que demostrara la existencia de una operación subyacente, sino que solo se exigía una simple declaración. En términos generales hubo una amplia flexibilización de los mercados de deuda externa y de futuros en divisas, lo que en gran medida fue un intento de seguir atrayendo entradas de capital, aunque fueran esencialmente a corto plazo. En el marco de esta liberalización general se hicieron algunos intentos (limitados) de contener el riesgo que esto suponía para sectores como el de la infraestructura, cuyas actividades no generan divisas. Por ejemplo, no se permitía que las empresas de infraestructura y las sociedades financieras no bancarias se expusieran al riesgo cambiario en el caso de los préstamos comerciales externos obtenidos con un vencimiento promedio mínimo inferior a diez años. En esos casos se exigía contar con una cobertura equivalente al 100%.

Estas medidas macroprudenciales contribuyeron a contener el riesgo sistémico extremo en el sector financiero indio. Sin embargo, fueron de poca utilidad en lo que atañe a resolver el dilema macroeconómico más fundamental que se ha señalado en el presente documento: la incapacidad para lograr que la mayor integración en los mercados mundiales de

capitales se tradujera en un aumento de las tasas nacionales de inversión. Además, prácticamente no aportaron nada en cuanto a resolver el problema mencionado en la sección B relativo al costo que dicha participación tiene para la economía debido a la pérdida de señoreaje.

5. Encaminamiento de los flujos de crédito: ratios préstamo/valor

Los ratios préstamo/valor han sido considerados como un indicador de la aplicación de medidas macroprudenciales, y en algunos estudios se ha tomado el ratio préstamo/valor agregado de un país en un año determinado como indicador indirecto de esas medidas (véase, por ejemplo, Alam y otros, 2019).

Sin embargo, este último no es un indicador muy útil, al menos en lo que respecta a los países en desarrollo de Asia, ya que los datos sugieren que los bancos centrales han aplicado ratios préstamo/valor distintos en determinados sectores a los efectos de evitar que se invirtiera de forma excesiva en algunas actividades (sobre todo en la vivienda y otros bienes inmuebles y, en menor medida, en la construcción). El propósito de esto era prevenir o reducir las burbujas especulativas. Dado que estas medidas pueden ser más específicas que otras que tienen un carácter más amplio, como el encaje que se aplica a los bancos, pueden servir para reducir algunas burbujas, sobre todo en períodos en que la variación de los tipos de cambio fomenta el desplazamiento de la inversión privada hacia actividades no comerciales. A menudo, estas medidas se han utilizado junto con otras, como la modificación del encaje.

En el transcurso de este período, los bancos centrales de estos países adoptaron varias medidas destinadas a mitigar la inversión excesiva y la actividad especulativa en el mercado inmobiliario, y a contener el aumento sustancial del precio de los inmuebles en respuesta a las vulnerabilidades derivadas de las perturbaciones externas. En Indonesia se reconoció que la presión al alza sobre la moneda nacional y las entradas de capital podría llevar a que el capital a corto plazo se desviara hacia el sector no comercial. Para evitar la especulación en el sector inmobiliario, en junio de 2012 el banco central estableció un ratio préstamo/valor máximo del 70% que se aplicaría a los préstamos inmobiliarios residenciales, y por lo menos uno del 50% en el resto de los casos. También aumentó el pago por anticipado de los vehículos de motor. Para gestionar la prociclicidad de la liquidez, el banco central de Indonesia combinó el ratio préstamo/valor y el encaje, y el encaje vinculado con el ratio préstamo/financiamiento: a los bancos cuyo ratio préstamo/financiamiento era inferior al 78% o superior al 92% se les aplicaba un encaje más elevado.

En la India, a partir de junio de 2013 se anunció que la ponderación del riesgo correspondiente a los préstamos individuales para vivienda de hasta 7,5 millones de rupias sería del 50%, y que la correspondiente a los préstamos superiores a ese valor sería del 75%. Además, el ratio préstamo/valor correspondiente a todos los nuevos préstamos individuales para vivienda de hasta 2,0 millones de rupias no debía superar el 90%. En el caso de los préstamos que superaran ese monto y no excedieran los 7,5 millones de rupias, el ratio no debía ser superior al 80%. Y en el caso de los préstamos superiores a 7,5 millones de rupias, el ratio no debía superar el 75%.

En Malasia se adoptaron medidas similares para contener una burbuja inmobiliaria derivada de la entrada de capitales. A partir de enero de 2010 se estableció un impuesto del 5% sobre las ganancias inmobiliarias estimadas en términos reales si los inmuebles se enajenaban en el transcurso de los cinco años posteriores a su adquisición.

Más adelante ese mismo año el banco central estableció un ratio préstamo/valor máximo del 70% para la tercera hipoteca y las subsiguientes. A las hipotecas residenciales se les asignaron ponderaciones de riesgo más elevadas. Se impusieron nuevas restricciones a la tenencia y emisión de tarjetas de crédito: se limitó la concesión de crédito, se vinculó este último al nivel de ingreso individual y se establecieron requisitos más estrictos para acceder a las tarjetas. En noviembre de 2011 se redujo a nueve años el plazo máximo de los préstamos para la compra de vehículos de motor, y en diciembre de ese año se estableció un ratio préstamo/valor máximo del 60% para todos los préstamos de vivienda que no fueran obtenidos por particulares. En enero de 2012, el precio mínimo que se aplicaba a la compra de viviendas por parte de extranjeros se duplicó y pasó de 250.000 ringgit a 500.000 ringgit, y el impuesto sobre las ganancias inmobiliarias se elevó al 10% (en 2013 se volvió a elevar y se estableció en el 15%). A los no residentes se les aplicaban tasas más elevadas. Este endurecimiento de la política macroprudencial relacionada con el crédito tuvo un impacto inmediato en el control del auge del precio de la vivienda y un efecto marginalmente significativo en el crecimiento del crédito y el apalancamiento.

Al parecer estas medidas permitieron frenar en cierto grado los mayores excesos de actividad especulativa derivados de las inestabilidades que creaban los aumentos de las entradas de capital, pero no permitieron evitar por completo los cambios, a menudo sustanciales, de los precios relativos de los bienes comercializables y no comercializables dentro de la economía. Una vez más, parece que el papel más importante lo desempeñó el hecho de que las entradas brutas de capital se intentaron contrarrestar con salidas brutas para limitar las variaciones del tipo de cambio, una estrategia cargada de riesgos y altos costos para la economía, además de que se ha asociado con tasas bajas o descendentes de inversión interna.

D. Estrategias macroprudenciales en el contexto de la pandemia

La incapacidad mundial para frenar las finanzas, incluso en el contexto de una pandemia sin precedentes, ha tenido consecuencias desafortunadas para los países en desarrollo. Estas consecuencias se extienden incluso a los mercados emergentes que actualmente no se enfrentan a problemas como la deuda externa impagable y siguen recibiendo importantes entradas de capital. Los países asiáticos que se consideran en el presente son ejemplos claros de las limitaciones que los flujos de capital irrestrictos suponen para la estabilidad económica y financiera nacional y para las posibilidades de recuperación económica.

Por ejemplo, ha habido diferencias muy marcadas entre los países que tienen distintos niveles de desarrollo en cuanto al nivel de apoyo fiscal que los gobiernos han proporcionado como consecuencia de la crisis provocada por el COVID-19. Según el FMI (2021) el gasto adicional y los ingresos a los que se renunció en el conjunto de todos los países entre enero de 2020 y marzo de 2021 ascendieron a 9,93 billones de dólares, de los cuales 7,98 billones, es decir, el 80%, correspondían solamente a las diez economías avanzadas del G20. Los Estados Unidos por sí solos representaron el 54% del total. Incluso entre las economías avanzadas del G20 la diferencia fue muy marcada, ya que al Japón, que ocupó el segundo lugar entre los países que más gastaron, solo le correspondían 801.000 millones de dólares de esa cifra. Al Japón no le siguió una economía avanzada, sino China, a la que le correspondían 711.000 millones de dólares. En consecuencia, el estímulo fiscal que puede impulsar la recuperación se concentra en los Estados Unidos y en unas pocas economías avanzadas. Obviamente, esto también incide en las perspectivas futuras de recuperación económica.

En los países que no están limitados por los problemas de la deuda soberana y las condicionalidades del FMI, la posibilidad de que los capitales se fuguen desempeña un papel importante porque constituye un obstáculo a la hora de adoptar medidas fiscales enérgicas destinadas a promover la recuperación económica. Hoy en día, los mercados emergentes asiáticos están integrados en los mercados mundiales de capitales en tal grado que dependen totalmente de los caprichos de los inversores mundiales (que a su vez se ven afectados por las políticas monetarias y fiscales de los países avanzados), y se enfrentan a cambios masivos en el volumen de capital que entra y sale del país. En marzo de 2020 se produjo una importante fuga de capitales de los mercados emergentes, entre ellos los asiáticos, pero después de eso hubo una recuperación y un nuevo aumento a partir de finales de 2020. Hoy en día, la probabilidad de que haya una expansión importante en los Estados Unidos y la posibilidad de que en el futuro haya un endurecimiento monetario podrían provocar otra gran salida. Además, hay

otras preocupaciones que probablemente se harán más evidentes durante la crisis mundial actual inducida por la pandemia. De Bock y otros (2020) han utilizado una metodología de flujos de capital en riesgo para demostrar que los cambios de las condiciones financieras mundiales suelen incidir más en los flujos de cartera en las épocas de expansión y contracción que en las épocas normales. Por desgracia, el hecho de que los fundamentos nacionales sean sólidos solo contribuye a mitigar las salidas. Esto significa que el hecho de que las perspectivas de crecimiento de los mercados emergentes sean más débiles debido al COVID-19 probablemente lleve a que empeoren los flujos en moneda local, mientras que las condiciones financieras mundiales y la recuperación más sólida y rápida de las economías avanzadas incidirán en los flujos en moneda fuerte.

A partir de este breve examen de los controles macroprudenciales que se han adoptado en varios mercados emergentes asiáticos se desprende que, si bien esas medidas son ciertamente necesarias, en general son inadecuadas para hacer frente al problema tan importante que se acaba de mencionar. No cabe duda de que las estrategias que suponen utilizar varios instrumentos macroprudenciales en que se consideran los riesgos posibles y sistémicos son superiores a la estrategia convencional que solían utilizar los bancos centrales de todo el mundo, en la que se fijaban objetivos de inflación. Pero prevenir las crisis extremas y tratar de reducir la inestabilidad, la volatilidad y el riesgo cambiario no son las únicas tareas de los bancos centrales ni de las políticas monetarias y financieras en general. Se necesita mucho más, especialmente en los países en desarrollo, sobre todo a fin de garantizar que haya financiamiento disponible para fomentar el proyecto de desarrollo, para ayudar a que la política fiscal permita hacer frente a las conmociones y los ciclos económicos, y para hacer frente al cambio climático y mitigarlo.

En esencia, los controles macroprudenciales no permiten resolver las contradicciones que la apertura de la cuenta de capital crea en las economías de mercado emergentes y en desarrollo. Permiten reducir la fragilidad sistémica del sector financiero en determinados contextos, y posiblemente evitar que se formen burbujas especulativas en sectores como el inmobiliario durante algunos períodos. Pero incluso estas repercusiones son limitadas, como se analiza a continuación. Además, los controles macroprudenciales no ofrecen una vía de escape a la necesidad de acumular reservas de divisas para contar con un autoseguro que es excesivo y demasiado oneroso; no permiten evitar que en la economía se produzcan pérdidas significativas debido a las tasas diferenciales de rendimiento de los activos y los pasivos externos; no permiten garantizar que las entradas brutas se traduzcan en entradas netas de capital; no permiten garantizar que las entradas netas conlleven un aumento de la inversión interna; no permiten lograr que haya inversión nacional en los sectores deseados, y no permiten

reducir el temor a la respuesta de los mercados financieros, que limita la capacidad de los gobiernos para aplicar medidas fiscales adecuadas a fin de promover la recuperación económica, ni siquiera en las fases descendentes inducidas por la crisis. Además, en períodos de crisis graves los controles macroprudenciales son, en el mejor de los casos, reactivos en cuanto a la mitigación de los daños en los mercados financieros nacionales, y a menudo tampoco permiten evitarlos. Todos estos resultados se han hecho aún más evidentes durante la pandemia de COVID-19. En consecuencia, los controles macroprudenciales son sustitutos relativamente malos de los controles más directos sobre la propiedad de los activos financieros nacionales y extranjeros, y de las normas que rigen la naturaleza y el alcance de los flujos de capital en los países en desarrollo.

Esto se explica por varios motivos. Para empezar, los agentes privados de los mercados financieros suelen diseñar estrategias nuevas para eludir determinadas normas, o utilizar otros instrumentos y productos financieros diferentes que han quedado fuera del marco regulatorio. Dado que hoy en día en los mercados emergentes hay sistemas financieros bastante complejos, con varios tipos de titulares residentes y no residentes de diferentes activos financieros, la regulación se complica aún más. Muchas instituciones financieras no bancarias ahora son agentes activos que participan en los flujos de capital transfronterizos, pero que pueden eludir las regulaciones que se imponen a los bancos. Mientras tanto, los gobiernos siguen sintiéndose constreñidos por la posibilidad de que los capitales se fuguen y de que las agencias internacionales de calificación crediticia les rebajen la calificación, por lo que reducen su propio gasto a pesar de que la economía interna se derrumbe y la población tenga necesidades urgentes. Por ello, Erten, Korinek y Ocampo (2020) afirman que es de suma importancia que en las economías emergentes y en desarrollo se pueda acceder a los controles de capital como parte del conjunto de medidas de política disponibles para contrarrestar las externalidades generadas por los flujos internacionales de capital, tanto a fin de mantener la estabilidad financiera como a los efectos de que haya un espacio de políticas amplio que permita gestionar la demanda agregada.

En este contexto, es imperativo que en los países en desarrollo de Asia se aproveche la experiencia para diseñar nuevas formas de medidas macroprudenciales que se adecuen mejor a la situación contemporánea y que les permitan preservar cierto grado de estabilidad financiera, reducir la vulnerabilidad y aplicar políticas internas encaminadas a que la producción y el empleo se recuperen. Esta necesidad es aún más acuciante debido a los nuevos retos que plantea el cambio climático y a la exigencia inevitable de incurrir en un gasto público enorme con el fin de mitigarlo y adaptarse. Por lo tanto, dado que no hay instituciones mundiales que permitan frenar el capital, es esencial que los gobiernos de

las economías de mercado emergentes adopten una táctica más directa y práctica para gestionar los flujos de capital y limitar los posibles efectos perjudiciales o restrictivos sobre la política económica y la estabilidad financiera nacional. Los gobiernos de toda la región deben analizar con más claridad la experiencia anterior y las condiciones actuales para evaluar las estrategias que realmente han funcionado en el pasado y llevar a cabo las reformas necesarias en los modelos de propiedad y las estructuras reguladoras de los mercados financieros.

Bibliografía

- Akyüz, Y. (2021), "External balance sheets of emerging economies: low-yielding assets, high-yielding liabilities", *Review of Keynesian Economics*, vol. 9, N° 2.
- _____(2017), *Playing with Fire: Deepened Financial Integration and Changing Vulnerabilities of the Global South*, Oxford University Press.
- Alam, Z. y otros (2019), "Digging deeper: evidence on the effects of macroprudential policies from a new database", *IMF Working Paper*, N° 19/66, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Bank Negara Malaysia (2009), "Liberalisation of the financial sector", 27 de abril [en línea] <https://www.bnm.gov.my/-/liberalisation-of-the-financial-sector>.
- Baker, C. y P. Phongpaichit (2009), *A History of Thailand*, 2^aed., Cambridge, Cambridge University Press.
- Bernanke, B. (2005), "The global saving glut and the US current account deficit", documento presentado en Sandridge Lecture, Richmond, 10 de marzo [en línea] <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>.
- Casanova, C., B. Scheubel y L. Stracca (2021), "Old risks in new clothes: the changing nature of capital flows", VOX, CEPR Policy Portal, 4 de junio [en línea] <https://voxeu.org/article/changing-nature-capital-flows> [fecha de consulta: 26 de junio de 2021].
- CEF (Consejo de Estabilidad Financiera) (2021), *Peer Review of Indonesia*, 26 de febrero [en línea] <https://www.fsb.org/2021/02/peer-review-of-indonesia-2/>.
- Chandrasekhar, C. P. (2008), "Global liquidity and financial flows to developing countries: new trends in emerging markets and their implications", *G24 Working Paper* [en línea] <http://www.networkideas.org/featart/jul2008/G24.pdf>.
- Chandrasekhar, C. P. y J. Ghosh (2001), *Crisis as Conquest: Learning from East Asia*, Nueva Delhi, Orient Longman.
- De Bock, R. y otros (2020), "Managing capital flows in emerging and frontier markets", VOX, CEPR Policy Portal, 19 de agosto [en línea] <https://voxeu.org/article/managing-volatile-capital-flows-emerging-and-frontier-markets>.
- Erten, B., A. Korinek y J. A. Ocampo (2020), "Managing capital flows to emerging markets", VOX, CEPR Policy Portal, 11 de agosto [en línea] <https://voxeu.org/article/managing-capital-flows-emerging-markets>.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2021), *Fiscal Monitor: A Fair Shot*, Washington, D.C.
- Ghosh, J. y C. P. Chandrasekhar (eds.) (2009a), *After Crisis: Adjustment, Recovery and Fragility in East Asia*, Nueva Delhi, Tulika Books.

- _____(2009b), "The costs of 'coupling': the global crisis and the Indian economy", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, N° 4.
- Jongwanich, J. y A. Kohpaiboon (2012), "Effectiveness of capital controls: evidence from Thailand", *Asian Development Review*, vol. 29, N° 2, Banco Asiático de Desarrollo (BAD).
- Kregel, J. A. (1998), "Derivatives and global capital flows: applications to Asia", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 22, N° 6.
- Mohan, R. (2007), "India's financial sector reforms: fostering growth while containing risk", *Reserve Bank of India Bulletin*, diciembre.
- Sengupta, R. y A. S. Gupta (2015), "Capital flows and capital account management in selected Asian economies", *New Thinking and the New G20*, N° 9.
- Titiheruw, I. S. y R. Atje (2008), "Managing capital flows: the case of Indonesia", *ADB Institute Discussion Paper*, N° 94, Instituto del Banco Asiático de Desarrollo.
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (2019), *Informe sobre el comercio y el desarrollo 2019: financiar un new deal verde global* (UNCTAD/TDR/2019), Ginebra.
- _____(2017), *Informe sobre el comercio y el desarrollo 2017: un new deal mundial como alternativa a la austeridad* (UNCTAD/TDR/2017), Nueva York/Ginebra.
- Warjiyo, P. (2017), "Indonesia: the macroprudential framework and the central bank's policy mix", *BIS Papers*, N° 94, Banco de Pagos Internacionales (BPI).

Anexo V.A1

Comentarios de Yilmaz Akyüz⁴

Jayati hace un muy buen recuento de las regulaciones de los flujos de capital en varios países asiáticos, de su evolución en el tiempo, y de su adaptación y eficacia en las épocas en que las entradas y las salidas han aumentado. Parece que las medidas favorables al mercado que se han aplicado para frenar esos aumentos dieron un resultado limitado a la hora de incidir en el tamaño y la composición de los flujos de capital y de estabilizar el tipo de cambio. Esto coincide en términos generales con lo que se indica en la literatura y es la conclusión a la que habíamos llegado a grandes rasgos en una reunión que tuvimos en la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) hace unos años. En aquella reunión examinamos la eficacia de los controles que se aplicaban al aumento de las entradas, lo que en la opinión general de la época se consideraba un combate en una guerra de monedas.

En mis comentarios sobre las cuestiones que nos ocupan, me gustaría plantear una pregunta de cara al futuro: en vista de las regulaciones, las normas y los regímenes de la cuenta de capital que se aplican a los flujos de capitales en la actualidad, ¿hasta qué punto son vulnerables estas economías de mercado emergentes frente al deterioro considerable y prolongado de las condiciones financieras mundiales que muchos observadores prevén? Esto es importante porque, si no determinamos cuáles son las vulnerabilidades, no podemos analizar qué políticas se podrían aplicar.

En general, las condiciones financieras mundiales han sido muy favorables para las economías de mercado emergentes en el nuevo milenio. A pesar de algunos altibajos, esas economías no se han tenido que enfrentar a cambios de rumbo sostenidos y generalizados de los flujos de capital. El efecto adverso de la crisis financiera mundial duró poco debido a la enérgica respuesta de política monetaria que se brindó en los Estados Unidos y Europa. Lo mismo ocurrió con el efecto que el COVID-19 tuvo en los primeros meses de 2020. El *taper tantrum* de 2013 o los posteriores cambios de política monetaria en los Estados Unidos tampoco se tradujeron en recortes sostenidos.

Como se señala en el documento, las economías de mercado emergentes han recibido grandes entradas de capital en el nuevo milenio y muchas de ellas siguen haciéndolo. Según mis cálculos, en términos nominales el 90% de los activos y pasivos exteriores brutos de las

⁴ Comentarios a una versión preliminar de este capítulo sobre políticas macroprudenciales en Asia: análisis de algunas experiencias.

economías de mercado emergentes del G20 se acumularon a partir de 2000. Los intentos por controlar las entradas han sido limitados. Por el contrario, los países se han inclinado por liberalizar las salidas a fin de evitar las dificultades que el aumento de las entradas produce a la hora de gestionar el tipo de cambio. Esto es importante, pues sabemos que, si las entradas no se controlan de forma eficaz en tiempos de bonanza, es muy difícil frenar las salidas cuando la marea cambia.

Cambios de política en las economías de mercado emergentes

Estos cambios estructurales fueron en parte el resultado de las políticas que se aplicaron para resolver ciertos problemas que se habían presentado en crisis anteriores. Estas políticas también se analizan en el documento y, a modo de resumen, consistieron en lo siguiente:

- Liberalizar los regímenes de inversión extranjera directa y abrir los mercados de valores para que el financiamiento externo se obtuviera menos del endeudamiento y más de las acciones, con el argumento de que estas últimas son más estables y menos arriesgadas que el endeudamiento.
- Abrir los mercados locales de bonos y depósitos, y procurar que los préstamos se obtengan en moneda local, para trasladar el riesgo asociado al tipo de cambio a los prestamistas internacionales (pecado original). Este también era uno de los principales objetivos de la iniciativa de los bonos asiáticos.
- Abrir la cuenta de capital para los residentes y permitirles participar en los mercados internacionales como inversores y prestatarios. Las salidas privadas no solo se permitieron, sino que incluso se fomentaron cuando aumentaron las entradas para evitar la apreciación de la moneda y el costo de la esterilización (Filipinas, Sudáfrica e India en la época de Yaga Venugopal Reddy).
- Abrir la banca a los extranjeros para aumentar la resiliencia frente a las perturbaciones financieras externas.
- Permitir que los depósitos y los créditos se dolaricen (Indonesia, Filipinas y Viet Nam).

Como resultado de estas políticas, la integración financiera mundial de las economías de mercado emergentes se ha profundizado, no tanto por la expansión de los préstamos transfronterizos otorgados y obtenidos, sino por la mayor penetración del capital financiero internacional en los mercados de crédito, depósitos, bonos, acciones e inmuebles de dichas economías. En el pasado, los no residentes otorgaban préstamos a los

residentes para financiar su adquisición de activos en los mercados locales, y todavía lo hacen. Pero ahora ellos mismos entran en los mercados y adquieren activos. Esto ha tenido un fuerte impacto en la estructura de los balances exteriores, sobre todo en el pasivo exterior bruto.

Aumento del pasivo contraído mediante acciones y de la vulnerabilidad

La deuda emitida en los mercados internacionales en divisas ya no es el componente más importante del pasivo exterior bruto de las principales economías de mercado emergentes (las que integran el G20): las acciones han crecido en importancia respecto del endeudamiento. No obstante, una gran parte de la inversión extranjera directa en las economías de mercado emergentes se financia con los beneficios locales, sin que participen los flujos de capital transfronterizos en divisas. Hay una presencia extranjera sin precedentes en los mercados de acciones: la participación extranjera va del 40% al 60% en las economías de mercado emergentes, y del 15% al 20% en las economías avanzadas. A menudo la base local es poco profunda y los precios son muy susceptibles a la entrada y la salida de los extranjeros. Los efectos de la valoración y las ganancias o pérdidas de capital debidas a la variación del precio de las acciones son considerables. En muchas economías de mercado emergentes, las ganancias de capital representan una gran parte de las carteras de valores extranjeros. Esto aumenta el pasivo exterior y el volumen de las salidas que podría haber sin que entraran nuevos capitales.

Modificación del perfil de la deuda externa

Hay una presencia sin precedentes de extranjeros en los mercados de bonos locales y ha aumentado la proporción de deuda externa en moneda local. Esto no siempre se incluye en las cifras de endeudamiento: cuando Malasia lo hizo en 2013, el ratio de la deuda externa respecto del PIB pasó del 30% al 60%. La deuda soberana en moneda local de algunas economías de mercado emergentes está más internacionalizada que los bonos del Tesoro de los Estados Unidos. Los bonos de esas economías no están en manos de bancos centrales extranjeros que los adquieren a modo de reserva, sino que están en manos de inversores volubles y, por ello, son más susceptibles a los impulsos especulativos. Esto da lugar a una considerable pérdida de autonomía en lo que respecta al control de las tasas a largo plazo. La deuda externa privada ya supera ampliamente a la deuda soberana y conlleva un importante riesgo cambiario. La mayor participación del sector privado en la deuda externa en divisas aumenta la vulnerabilidad general, ya que, a diferencia de la deuda pública, tiende a provocar una deflación de la deuda y ejerce presiones a la baja sobre la moneda cuando hay dificultades en la balanza de pagos, ya que los deudores sin cobertura intentan protegerse de las caídas de la moneda.

Ha aumentado la adquisición de activos extranjeros por parte de entidades privadas. A diferencia de las reservas, esto proporciona poca o ninguna protección contra las crisis de la balanza de pagos debido a que las salidas privadas suelen ser unidireccionales: el dinero que sale en tiempos de bonanza no regresa cuando se necesita. Han aumentado los bonos en detrimento de los préstamos bancarios. La deuda externa es ahora más susceptible a las condiciones de los mercados internacionales de bonos. Además, estos últimos son más difíciles de renegociar, incluso cuando contienen cláusulas de acción colectiva. La proporción de bancos extranjeros ha aumentado considerablemente: representan el 50% de todos los bancos en las economías de mercado emergentes, y el 20% en las economías avanzadas. Los bancos internacionales pasaron de conceder préstamos transfronterizos a otorgar préstamos locales a las economías de mercado emergentes por intermedio de filiales. Estos bancos incurren en arbitraje regulador con mucha más facilidad que los bancos locales. Como se vio durante la crisis de la zona del euro, también pueden actuar como un conducto por el que circula la inestabilidad financiera de las economías avanzadas, con lo que transmiten las crisis crediticias de los países de origen a los de acogida, en lugar de aislar los mercados de crédito nacionales de las perturbaciones financieras internacionales.

Nuevas fuentes de crisis

El mundo ya no es el que era: el grueso del pasivo exterior de las economías de mercado emergentes ya no se compone de deuda en divisas emitida en los mercados internacionales; la presencia extranjera en los mercados locales ya no es escasa; la cuenta de capital ya no está cerrada para las salidas de los residentes; la dolarización ya no es informal y limitada, y las monedas ya no están vinculadas. En el mundo de antes, para obtener un autoseguro suficiente bastaba con cumplir la regla de Guidotti y Greenspan, según la cual las reservas debían cubrir la deuda a corto plazo. Si las reservas no eran suficientes y la ayuda externa no llegaba, a medida que el pago de la deuda (posiblemente junto con el déficit de la cuenta corriente) agotaba las reservas, se rompía la vinculación entre las monedas y se producían atrasos, impagos y reestructuración de la deuda. En aquel mundo, las crisis monetarias y las de la deuda venían una después de la otra.

En las condiciones actuales, la presión sobre las reservas y la moneda no suele provenir de la deuda a corto plazo. El Fondo Monetario Internacional (FMI) aporta algunos datos al respecto. La principal amenaza para la estabilidad monetaria es la fuerte presencia de no residentes en los mercados locales y la fuga de capitales de los residentes. En el caso de los regímenes cambiarios flexibles, la rápida salida de los extranjeros de los mercados locales y la fuga de capitales de los residentes

suelen llevar a que la moneda oscile, pero estas oscilaciones no siempre van seguidas de atrasos e impagos de la deuda externa. Esto se vio en Malasia en 2015 y en Türkiye después de 2018. En Malasia hubo una salida masiva de extranjeros de los mercados locales debido, en gran medida, a la incertidumbre política. Türkiye se vio afectada además por la fuga de capitales de los residentes.

En el documento se señala que en algunos países se adoptaron medidas para reducir los riesgos asociados a la fuerte presencia de no residentes en los mercados de activos nacionales. Sin embargo, salvo en el caso de la Provincia China de Taiwán, donde estos riesgos son menos graves debido a la solidez de la base de inversores locales y a la posición de la balanza de pagos y los activos, estas medidas no parecen haber dado buenos resultados. En efecto, si se depende de las entradas de capital, conviene tener acciones en lugar de deuda, o que la deuda esté denominada en la moneda propia en lugar de en divisas. Además, si se procura fomentar la financierización dependiente a los efectos de aportar profundidad y liquidez a los mercados con la ayuda de los inversores extranjeros, no hay una opción moderada en cuanto a los flujos de cartera, sino que estos se van de un extremo al otro. Este es también uno de los mensajes fundamentales que extraigo de este estudio. Por poner otro ejemplo, en cuestión de pocos años el valor de los bonos turcos en manos extranjeras cayó de 72.000 a 7.000 millones de dólares, y el de las acciones, de 82.000 a 24.000 millones de dólares.

Un último punto: como se señala en el documento, la regulación de los flujos de capital tiene muchos objetivos además de asegurar la estabilidad cambiaria y financiera. Uno de ellos debería ser limitar la cantidad de recursos que se transfieren al extranjero por el canal financiero. De hecho, reducir el costo del capital externo se mencionó como uno de los objetivos de la regulación en Indonesia. Los activos extranjeros de las economías de mercado emergentes tienen una tasa de rendimiento muy inferior a la de los pasivos extranjeros de esas economías. Jayati ofrece un gráfico al respecto y atribuye esa diferencia a las pérdidas de señoreaje. En mi investigación también se muestra que esto tiene mucho que ver con la composición de los activos y los pasivos brutos, así como con el menor rendimiento que los activos de la inversión extranjera directa tienen comparados con los pasivos. Así, incluso en las economías de mercado emergentes en que las posiciones netas de activos exteriores son positivas, como China y la Federación de Rusia, se registran déficits en la balanza de ingresos primarios netos.

Por otra parte, sabemos que una porción importante de los activos exteriores brutos de las economías de mercado emergentes se acumula a partir de pasivos de alto rendimiento. En el caso de los países deficitarios, todos los activos exteriores brutos se adquieren sobre la base de préstamos en lugar de obtenerse a partir del superávit por cuenta corriente; en otras palabras, las entradas brutas no solo se utilizan para financiar el déficit por cuenta corriente, sino que también permiten adquirir activos extranjeros. Este tipo de apalancamiento es muy costoso. En un artículo que acaba de publicarse en *Review of Keynesian Economics*⁵, calculo que las transferencias de renta y riqueza durante el período 2000-2016 que tuvieron lugar sobre la base de estos activos prestados llegaron a representar el 2,3% del PIB anual en el conjunto de las economías de mercado emergentes del G20. Creo que esta cuestión también debería tenerse en cuenta al gestionar la cuenta de capital.

⁵ Y. Akyüz, "External balance sheets of emerging economies: low-yielding assets, high-yielding liabilities", *Review of Keynesian Economics*, vol. 9, N° 2, 2021.

Capítulo VI

Políticas macroprudenciales en América Latina

*Pablo Gabriel Bortz*¹

Introducción

En este capítulo se examinan las políticas macroprudenciales que se aplicaron en cinco economías latinoamericanas (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) en la década de 2000. En estos países, la balanza de pagos evolucionó de forma similar durante el presente milenio: en todos se registraron entradas netas de capital que llegaron en oleadas antes y después de la crisis financiera mundial de 2008, y en todos las entradas cayeron a partir de 2014. A lo largo de esos años, y sobre todo después de la crisis financiera mundial, en todos hubo déficit en cuenta corriente y una posición neta negativa de inversión internacional. En todos ellos se observaron episodios de crecimiento acelerado del crédito, pero los episodios de crisis bancaria o financiera fueron muy poco frecuentes. El sistema financiero de estos países superó la crisis de 2008 con relativa resiliencia, ayudado por las políticas que aplicaron las autoridades monetarias y bancarias. En muchos de ellos se adoptaron la mayoría de las medidas que componían las normas reguladoras del acuerdo de Basilea III, mientras que en algunos ya se habían aplicado medidas similares incluso antes de dicho acuerdo.

¹ Universidad Nacional de San Martín (UNSAM), Buenos Aires, Argentina.

En todos estos países hubo episodios de crisis graves antes de la crisis financiera mundial. Según la base de datos de Laeven y Valencia (2020), en todos ellos hubo crisis soberanas, bancarias o monetarias en la década de 1980. En tres también hubo al menos uno de estos tipos de crisis en la década de 1990: en el Brasil en 1999, en Colombia en 1998 y en México en 1995. En el Perú hubo un proceso de reestructuración de la deuda soberana en 1996, y al comenzar la década de 2000 el sistema financiero del país estaba muy dolarizado.

La base de datos que más se utiliza y actualiza para registrar y evaluar las políticas macroprudenciales es la de Alam y otros (2019), llamada Integrated Macropprudential Policy (iMaPP) Database. En esa base de datos, que actualiza el Fondo Monetario Internacional (FMI), se registran medidas de endurecimiento y relajación respecto de 17 indicadores, algunos de los cuales se dividen según el sector afectado o dependiendo de si suponen una regulación cambiaria o no. Otra base de datos pertinente es la que recopilaron Cerutti, Claessens y Laeven (2017), que se actualizó en 2018. Tiene una puntuación de hasta 12 indicadores. Puede haber diferencias de interpretación entre estas dos bases de datos, en el sentido de que en la segunda se registra si hay o no hay medidas en esos 12 grupos, mientras que en la primera se registran las modificaciones de esas medidas. También hay diferencias en cuanto al período que abarcan: la versión actualizada de la base de datos de Cerutti, Claessens y Laeven abarca desde 2000 hasta 2017, mientras que la iMaPP abarca las modificaciones mensuales desde 1990 hasta 2018.

Al examinar la base de datos iMaPP, se puede clasificar a los países estudiados según cuán activos hayan sido con respecto a la modificación de las políticas macroprudenciales. En el cuadro VI.1 se muestra el número de modificaciones que se registraron en la base de datos iMaPP de 2000 a 2018, y se distingue entre endurecimiento y relajación. Del cuadro se extraen varias conclusiones. En primer lugar, durante ese período el número de políticas macroprudenciales de endurecimiento es sistemáticamente mayor que el de las de relajación, excepto en el caso de Chile. En México solo se registran políticas macroprudenciales de endurecimiento. En segundo lugar, el Brasil y el Perú destacan como los países más activos, no solo en cuanto a las modificaciones, sino también por el número importante de políticas macroprudenciales de relajación. Esto indica una voluntad de adoptar políticas macroprudenciales anticíclicas, ajustando los parámetros, la intensidad y la cobertura en función de la fase del ciclo crediticio. Sin embargo, esta imagen podría ser engañosa. En la base de datos iMaPP solo se registran dos políticas macroprudenciales de Chile en el período 2000-2018, pero el país llega a tener una puntuación de 8 indicadores (de 12) en la base de datos de Cerutti, Claessens y Laeven, tras comenzar con solo 6 en 2000. En esta última base de datos se registran

tres modificaciones con respecto a Chile (dos políticas macroprudenciales de endurecimiento y una de relajación). En el caso de Chile, la mayor parte del marco regulatorio se puso en práctica antes de la crisis financiera mundial de 2008, y sobre todo durante la década de 1980, tras la crisis financiera y de la deuda externa que tuvo lugar en el país a partir de 1981.

Cuadro VI.1
Cantidad de políticas macroprudenciales según
la base de datos iMaPP, 2000-2018
(En número)

País	Modificaciones	Endurecimiento	Relajación
Brasil	58	37	21
Chile	2	1	1
Colombia	13	10	3
México	24	24	0
Perú	53	34	19

Fuente: Z. Alam y otros, "Digging deeper: evidence on the effects of macroprudential policies from a new database", *IMF Working Paper*, N° 19/66, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 2019.

En el presente estudio se examinan las vulnerabilidades externas y las motivaciones que llevaron a adoptar políticas macroprudenciales en los cinco países mencionados. También se examina la literatura relativa al efecto y los resultados de esas políticas. Por último, se analizan brevemente las políticas macroprudenciales que se adoptaron en respuesta a la pandemia de COVID-19. Una de las principales conclusiones es que en las economías latinoamericanas se han aplicado políticas macroprudenciales que han dado buenos resultados, pero que en los últimos años han surgido nuevas vulnerabilidades que suponen un reto para los responsables de formular las políticas.

A. Brasil

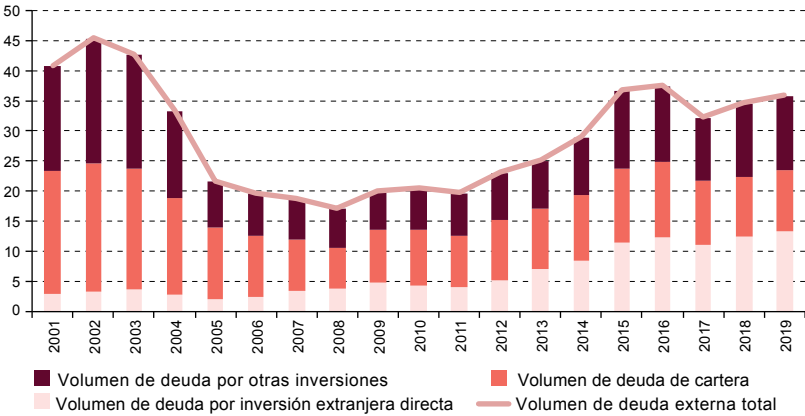
1. Vulnerabilidades sistémicas

Las vulnerabilidades sistémicas a las que se enfrenta la economía brasileña tienen diferentes dimensiones. Algunas de ellas se refieren a la exposición a las perturbaciones externas y a la interacción de estas con los factores internos. Otras se refieren a los acontecimientos financieros nacionales. Las vulnerabilidades surgen en forma de instrumentos, sectores y variables que propagan o amplifican esas perturbaciones.

Cuando se examinan las vulnerabilidades externas, lo primero que hay que mirar es la balanza de pagos. El Brasil tenía un déficit sostenido en la cuenta corriente desde 2008, y una posición neta negativa de inversión internacional desde incluso antes de ese año. Sin embargo, los movimientos de esa posición no reflejan los movimientos de la cuenta corriente, ni en orden de magnitud ni (en ocasiones) en cuanto al sentido de las variaciones. Es posible que los resultados de la cuenta corriente en sí mismos ni siquiera reflejen de forma adecuada las vulnerabilidades externas. Por ejemplo, puede darse el caso de que el ingreso primario represente una proporción sustancial del saldo en cuenta corriente y, si tiene un comportamiento procíclico, entonces puede aliviar las presiones en momentos de tensión. En el caso del Brasil, el saldo del ingreso primario, si bien siempre ha sido negativo durante este período, ha tenido un carácter relativamente acíclico.

El hecho de que la posición neta de inversión internacional y el saldo en cuenta corriente no estén totalmente correlacionados implica que hay problemas con la denominación de la moneda y la variación del precio de los activos y los pasivos. Por lo tanto, en el gráfico VI.1 se presenta el volumen de la deuda externa, incluida la deuda relacionada con la inversión extranjera directa (IED) (es decir, la deuda entre empresas), como proporción del PIB nominal en dólares. Lo mismo se aplica al volumen de la deuda de cartera, es decir, se excluye la inversión minoritaria en las bolsas de valores.

Gráfico VI.1
Brasil: volumen de la deuda externa, por concepto, 2001-2019
(En porcentajes del PIB nominal)

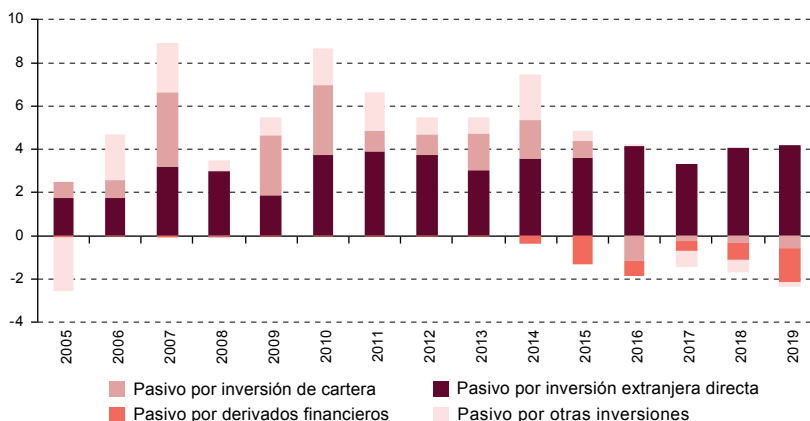


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI) y fuentes nacionales.

El gráfico VI.1 muestra algunos acontecimientos importantes. En primer lugar, hay una caída del endeudamiento externo a mediados de la década de 2000, que corresponde a un período de gran crecimiento. El volumen de la deuda externa se mantuvo relativamente estable, pero empezó a repuntar en 2008. En su momento, eso no llevó a que aumentara el ratio de la deuda externa respecto del PIB debido a que la tasa de crecimiento de este era elevada. Sin embargo, ya se nota una evolución importante: el volumen de la deuda asociada a la IED aumentó, lo que indica una posible vulnerabilidad del sector empresarial (McCauley, McGuire y Sushko, 2015; Avdjiev, McCauley y Shin, 2016; Coppola y otros, 2020). La proporción de la deuda de cartera también se recuperó después de la crisis financiera mundial de 2008 y hasta 2014.

Esta tendencia al alza también se refleja en los flujos de pasivos, como se muestra en el gráfico VI.2. A partir de 2005, y sobre todo después de 2009, hubo un aumento considerable de las entradas que culminó con el episodio de agitación financiera conocido como *taper tantrum*. En el Brasil hubo una auténtica oleada de entradas de capital, más que nada entre 2009 y 2011. Después, cuando las tasas de interés de los Estados Unidos empezaron a subir en 2015, las entradas disminuyeron y se estabilizaron en un nivel más bajo, pero de todos modos superior al que había antes de la crisis financiera mundial.

Gráfico VI.2
Brasil: flujos de pasivos financieros externos, 2005-2019
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics [base de datos en línea] <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

El pasivo asociado a la IED representa el grueso de los flujos, pero hay que tener en cuenta que una parte importante de ese concepto representa flujos de deuda. Ese fue un canal importante de endeudamiento externo

para las empresas brasileñas: las filiales extranjeras (normalmente situadas en paraísos fiscales) se endeudaban en los mercados internacionales y luego prestaban a la empresa de origen (Ahmed y Zlate, 2014; Avdjiev, Chui y Shin, 2014; Avdjiev, McCauley y Shin, 2016; Tarashev, Avdjiev y Cohen, 2016). Después de la crisis de 2008 y hasta 2013, los flujos de cartera aumentaron más rápidamente que las entradas de otras inversiones (bancarias). Otro proceso relevante es el desarrollo del mercado de derivados, en el que hubo una importante participación de inversores extranjeros. Después de 2014 los derivados financieros externos exhibieron un retroceso sustancial, lo que indica que los inversores extranjeros salieron de uno de los mercados financieros más dinámicos del país.

Un examen más detallado del endeudamiento externo muestra la evolución que se indica a continuación. En primer lugar, examinamos los datos correspondientes a los flujos en las estadísticas bancarias territoriales del Banco de Pagos Internacionales (BPI), donde se registran todos los créditos que los sistemas bancarios declarantes tienen contra los residentes brasileños. Después de la crisis financiera mundial los préstamos bancarios obtenidos en el exterior se recuperaron rápidamente hasta alcanzar un máximo cercano a los 80.000 millones de dólares, pero disminuyeron en 2011 cuando se aplicaron las normas de Basilea III; después hubo un proceso de desapalancamiento que comenzó en 2014 y duró hasta 2018. En estas cifras se incluyen los préstamos de los bancos extranjeros a las filiales y subsidiarias en el Brasil. En cuanto a los sectores, en las estadísticas bancarias territoriales solo se muestra información desglosada a partir de 2014. Como se puede ver en el gráfico VI.3B, el gobierno no fue uno de los principales receptores de préstamos extranjeros: los bancos (en primer término) y las empresas desempeñaron un papel más importante.

Gráfico VI.3
Brasil: créditos bancarios externos contra residentes, por sector
(En millones de dólares)

A. 2005-2019

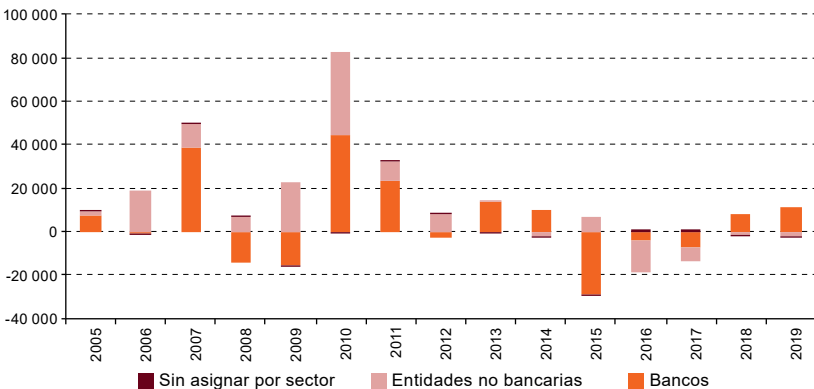
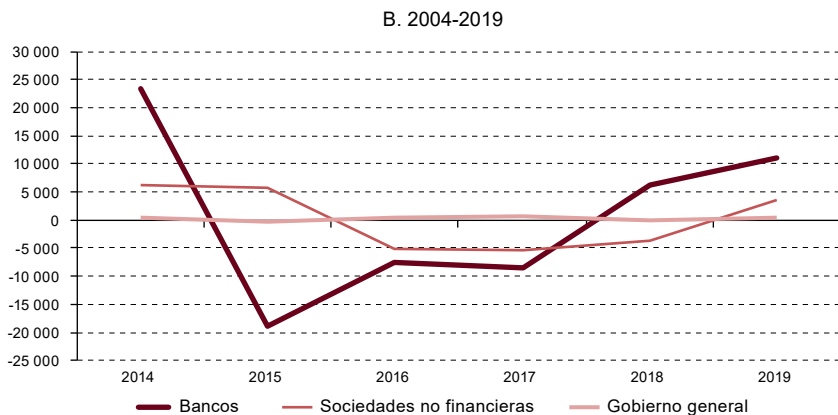


Gráfico VI.3 (conclusión)

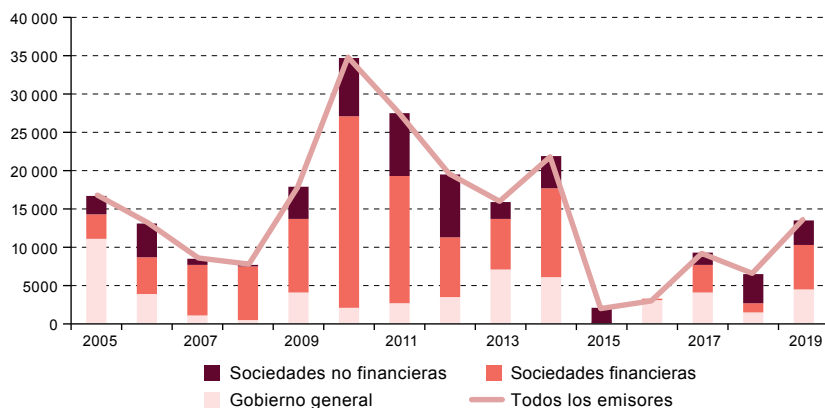


Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), "Locational banking statistics" [en línea] <https://www.bis.org/statistics/bankstats.htm>.

A continuación, examinamos la emisión de deuda en los mercados internacionales. En las estadísticas sobre títulos de deuda internacionales del BPI se muestra que la emisión bruta de bonos en los mercados internacionales se recuperó rápidamente luego de la crisis financiera mundial y alcanzó un máximo en 2010. Después de eso se mantuvo en un nivel cercano a los 20.000 millones de dólares hasta 2014, cuando se desplomó. En 2019 hubo una clara recuperación. Los datos correspondientes a 2020 aún no están completos. Una vez más, las sociedades financieras representaron una proporción considerable de la emisión de bonos internacionales. Hay que tener en cuenta que, como se ha mencionado anteriormente, una parte importante del endeudamiento externo de las empresas se registró como IED. La emisión de bonos públicos representó una fracción menor del endeudamiento externo en bonos.

Esto también se puede observar cuando se analiza la composición de los acreedores públicos. Si se toma la base de datos actualizada de Arslanalp y Tsuda (2014), se advierte que hay varios acontecimientos que atenúan las vulnerabilidades tradicionales pero crean otras nuevas (Kaltenbrunner y Paineira, 2015). En primer lugar, la proporción de la deuda pública total denominada en moneda extranjera ha disminuido desde la década de 2000. En segundo lugar, ha habido una mayor participación de los inversores extranjeros (sobre todo no bancarios) en el mercado de bonos en moneda local. Una vez más, el máximo en lo que atañe a la proporción de deuda en moneda local que estaba en manos extranjeras se alcanzó en 2014, y desde entonces ha habido un descenso. La proporción se estabilizó en 2019, según los últimos datos disponibles. La participación de los no residentes en los mercados de bonos nacionales fue uno de los principales factores que determinaron el impacto de la pandemia de COVID-19 en el costo de los préstamos soberanos, incluso en moneda nacional (Hofmann, Shim y Shin, 2020).

Gráfico VI.4
Brasil: emisión internacional bruta de títulos de deuda
por parte de residentes, 2005-2019
(En millones de dólares)

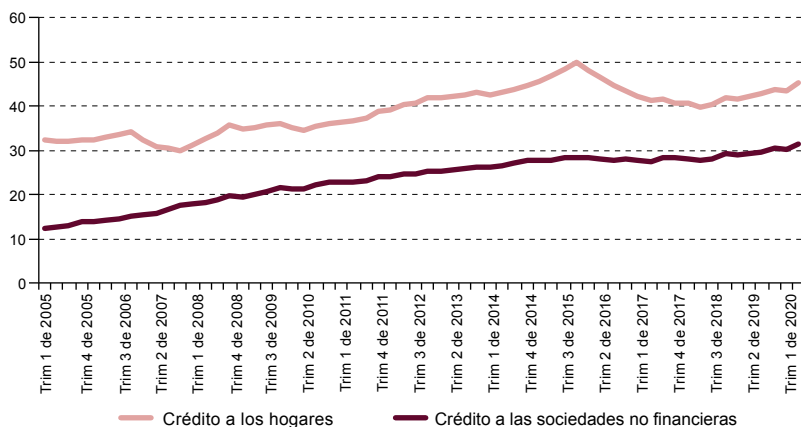


Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), “Debt securities statistics” [en línea] <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm>.

Si se hace una síntesis de cómo han evolucionado las vulnerabilidades sistémicas externas, se observa que estas se refieren sobre todo a los pasivos externos de las sociedades no financieras, en particular los que tienen con las filiales (como muestran las estadísticas de la IED), y a la presencia de inversores extranjeros en los mercados de deuda en moneda local.

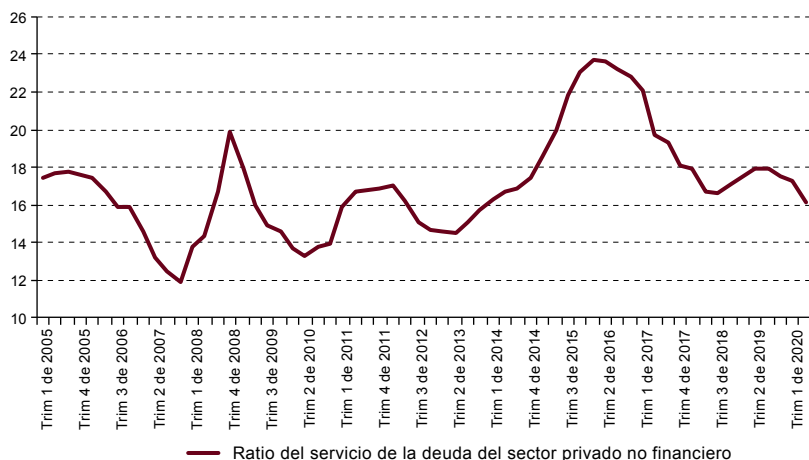
Al examinar las vulnerabilidades sistémicas nacionales, una parte de la literatura se centra en el aumento del crédito, el endeudamiento de los hogares y la evolución del sector inmobiliario. En el gráfico VI.5 se muestra la evolución del crédito a los hogares y a las sociedades no financieras, en porcentajes del PIB, utilizando las estadísticas del BPI. El crédito otorgado por los bancos al sector privado no financiero representa más del 86% del crédito total que se otorgó a los hogares y a las sociedades no financieras. En el gráfico VI.6 se muestra la evolución del ratio del servicio de la deuda del sector privado no financiero. Sin embargo, la exposición externa de la deuda total de las sociedades no financieras no se limita al endeudamiento en los mercados internacionales. La exposición total aumenta en un tercio si incluimos la parte del crédito nacional financiado con préstamos externos obtenidos por los bancos (Avdjiev, McGuire y Von Peter, 2020). Esto representa uno de los principales vínculos entre las vulnerabilidades externas e internas.

Gráfico VI.5
Brasil: crédito a los hogares y a las sociedades no financieras,
primer trimestre de 2005 a primer trimestre de 2020
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), "BIS statistics", 2021 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/index.htm?m=6>.

Gráfico VI.6
Brasil: ratio del servicio de la deuda, primer trimestre de 2005
a primer trimestre de 2020
(En porcentajes)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), "BIS statistics", 2021 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/index.htm?m=6>.

Según la base de datos Global Financial Development Database del Banco Mundial, la evaluación de la estabilidad del sistema financiero de 2018 del FMI (FMI, 2018a) y los datos Federal Reserve Economic Data (FRED) del Banco de la Reserva Federal de St. Louis, el sistema bancario del Brasil está muy concentrado y cinco bancos abarcan más del 80% de todos los activos bancarios comerciales según los datos más recientes (2017). Se trata de un sistema bancario bien capitalizado cuyo coeficiente de capital bancario respecto a los activos ponderados en función del riesgo es de alrededor del 18%. Según datos del Banco Central del Brasil, la morosidad alcanzó un máximo del 4% en mayo de 2017, y luego disminuyó hasta situarse en torno al 2% en diciembre de 2020. En 2017, el activo de las instituciones financieras no bancarias representó el 6,5% del PIB, lo que supuso una disminución respecto del máximo que se había alcanzado en 2011 (11,4% del PIB). Los fondos de inversión representan alrededor del 30% de todos los activos financieros, pero el sistema bancario paralelo, según la definición estricta de este (es decir, las entidades que se dedican a la transformación de la liquidez y los vencimientos), es muy pequeño (FMI, 2018a). Hay poca conexión entre el sistema bancario y el sistema bancario paralelo (Oliveira, Luporini y Licha, 2018).

A modo de síntesis de esta sección, se puede concluir que las principales vulnerabilidades financieras surgen de la exposición del sector no financiero a las condiciones externas, tanto directamente (por la escala de endeudamiento externo) como indirectamente (por las fuentes a las que se recurre para financiar el endeudamiento interno). El sector no financiero puede resultar afectado sobre todo por la repentina volatilidad de los tipos de cambio. El sector bancario es sólido: el nivel de préstamos morosos, el ratio del servicio de la deuda y la exposición del gobierno a la deuda en moneda extranjera son bajos, y el crédito que se otorga a los hogares es relativamente escaso y estable.

2. Políticas macroprudenciales

En el Brasil no hay un marco legal en que se asignen funciones explícitas a determinadas instituciones para que promuevan la estabilidad financiera (Costa de Moura y Bandeira, 2017). En lugar de eso, en el país hay varios consejos que fomentan la coordinación entre distintos supervisores. Hay un Consejo Monetario Nacional encargado de diseñar las políticas macroprudenciales, y el Banco Central del Brasil desempeña un papel destacado dado el carácter bancario del sistema financiero brasileño. Sin embargo, algunos instrumentos, como los impuestos, están en manos del Ministerio de Hacienda (más adelante se brinda más información al respecto). Los supervisores bancarios, cambiarios, de seguros y de pensiones también forman parte del Comité de Regulación y Fiscalización de los Mercados Financiero, de Capitales, de Seguros, de Previsión y de Capitalización (COREMEC), que forma parte del Ministerio de Hacienda.

Hay diferentes formas de agrupar y clasificar las políticas macroprudenciales (Galati y Moessner, 2018 y 2013). Cerutti, Claessens y Laeven (2017) distinguen entre instrumentos orientados al prestatario e instrumentos orientados a la institución financiera. Entre los primeros hay medidas como los límites que se imponen a los ratios préstamo/valor y los ratios de endeudamiento; entre los segundos hay normas sobre la constitución de provisiones para préstamos incobrables, colchones anticíclicos de capital, razones de apalancamiento, límites que se imponen a la exposición en el extranjero y a los préstamos extranjeros, y encajes anticíclicos (en relación con los depósitos extranjeros o nacionales y con otros instrumentos financieros). También se puede distinguir entre instrumentos que se centran en el país e instrumentos que se centran en la moneda extranjera (Fendoğlu, 2017). Gambacorta y Murcia (2020) distinguen entre medidas que fomentan la resiliencia del sector financiero (como los requisitos de recursos propios, la exigencia de constituir provisiones y los coeficientes de liquidez) y medidas que tienen por objeto amortiguar los ciclos (como los ratios préstamo/valor y los ratios de endeudamiento, los encajes, y los límites al crecimiento del crédito y a los préstamos en moneda extranjera).

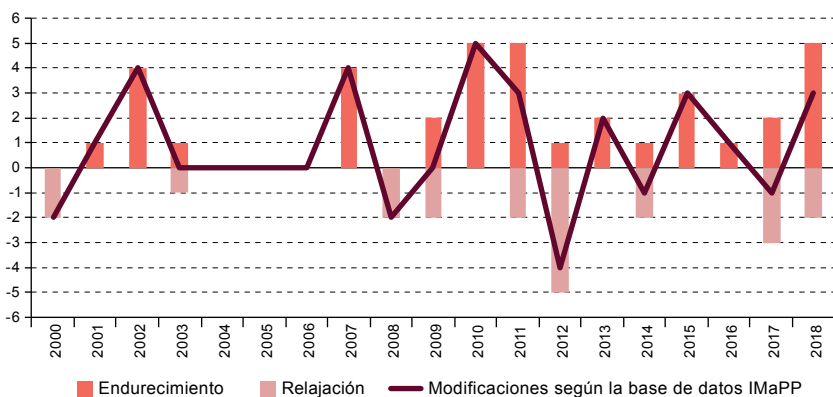
Como se mencionó anteriormente, las dos bases de datos más grandes y actualizadas en materia de políticas macroprudenciales son la de Cerutti, Claessens y Laeven (2017) y la base de datos IMaPP, que elaboraron Alam y otros (2019) y que actualiza el personal del FMI. Mientras que en la primera se indica el número de políticas macroprudenciales adoptadas, en la segunda se indican las medidas de endurecimiento y relajación. Se muestran las modificaciones que se registraron en la base de datos IMaPP, y se distingue entre las medidas de endurecimiento (que tienen un signo positivo) y de relajación (que tienen un signo negativo). En un mismo año puede haber ambos tipos de medidas, que incluso se apliquen a variables similares.

Algunas de las políticas macroprudenciales más importantes no están incluidas en el estudio. Por un lado, gran parte del marco macroprudencial es anterior a este período (Alami, 2019, cap. V). Las restricciones a la convertibilidad de la moneda datan de la década de 1930.

Los depósitos bancarios y los pagos en moneda extranjera no están permitidos. Entre las medidas macroprudenciales adoptadas (algunas de las cuales siguen estando vigentes) también se estableció un acceso restringido a las divisas (Goldfajn y Minella, 2007). El Consejo Monetario Nacional data de 1964. Otras medidas que no están incluidas en el estudio se refieren a la acumulación de reservas y a la intervención en los mercados de divisas (al contado y de derivados). Por ejemplo, la acumulación de reservas puede servir como medida de precaución para aislar a la economía de las perturbaciones externas (Aizenman y Lee, 2007; Jeanne y Ranciè, 2011).

El acervo de reservas internacionales del Brasil se multiplicó por seis entre 2005 y 2012, según las estadísticas de la balanza de pagos y la posición de inversión internacional del FMI. El Banco Central del Brasil también intervino en gran medida mediante permutas de divisas después del *taper tantrum* de 2013, con lo que ayudó a restaurar la liquidez del mercado y a atenuar los efectos indirectos del ciclo financiero mundial, que en esa época se estaba contrayendo (Costa de Moura y Bandeira, 2017; FMI, 2018a; Barbone Gonzalez y otros, 2019). Como se mencionó anteriormente, desde 2013 hubo un período de desapalancamiento bancario, en particular respecto de la deuda externa. La intervención del Banco Central del Brasil por medio de permutas de divisas contribuyó a mitigar el impacto del deterioro de las condiciones del mercado sobre la oferta de crédito. Si bien el *taper tantrum* afectó considerablemente la oferta de crédito de los bancos que estaban expuestos a la deuda, la intervención del Banco Central del Brasil en los mercados de derivados redujo a la mitad el efecto negativo sobre la oferta de crédito, y, en última instancia, sobre el empleo (Barbone Gonzalez y otros, 2019).

Gráfico VI.7
Brasil: modificación de las políticas macroprudenciales, 2000-2018
 (En número de modificaciones)



Fuente: Z. Alam y otros, "Digging deeper: evidence on the effects of macroprudential policies from a new database", *IMF Working Paper*, N° 19/66, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 2019.

Hay varios estudios sobre las medidas que se pusieron en práctica, como el de Pereira da Silva y Harris (2013), el del FMI (2013a), el de Costa de Moura y Bandeira (2017) y el de Oliveira (2017). En la base de datos IMA PP se detallan cada una de las medidas que se registran como endurecimiento o relajación. Sobre la base de estos trabajos, distinguiremos entre las políticas macroprudenciales que se centran en las divisas y las que se centran en la moneda nacional, ya sea para amortiguar el ciclo o

para fomentar la resiliencia del sistema financiero. Cabe mencionar que, desde 1969, la ley brasileña prohíbe a los bancos conceder préstamos denominados en moneda extranjera.

La mayoría de las políticas macroprudenciales centradas en las divisas eran impuestos, como el impuesto sobre las operaciones financieras (IOF). Este impuesto, que se aplicó por primera vez el 1 de marzo de 2008 sobre las compras de bonos de cartera por parte de no residentes, se suprimió en septiembre de 2008 durante la crisis financiera mundial y se restableció en octubre de 2009. En el cuadro VI.2 se reproducen los datos del cuadro 4 de Oliveira (2017, pág. 36), en que se muestra la evolución del impuesto.

Cuadro VI.2
Brasil: evolución del impuesto sobre las operaciones financieras,
diciembre de 2007 a junio de 2014
(En porcentajes)

Impuesto sobre las operaciones financieras (IOF)								
Cartera	12/2007	03/2008	10/2008	10/2009	10/2010	12/2010	12/2011	06/2013
Renta fija	0	1,5	0	2	6	6	6	0
Capital	0	0	0	2	2	2	0	0
Márgenes de los derivados	0	0,38	0,38	0,38	6	6	6	0
Oferta pública inicial	0	0	0	2	2	2	0	0
Fondos	0	1,5	0	2	6	2	0	0
Créditos externos	12/2007	01/2008	03/2011	04/2011	03/2012	06/2012	12/2012	06/2014
90 días	5	5,38	6	6	6	6	6	6
360 días	0	0	6	6	6	6	6	0
720 días	0	0	0	6	6	6	0	0
1 080 días	0	0	0	0	6	0	0	0
1 800 días	0	0	0	0	6	0	0	0

Fuente: M. Oliveira, "Three essays on macroprudential policy", tesis de doctorado, Universidad Federal de Río de Janeiro, 2017.

En diciembre de 2010, el Gobierno también comenzó a aplicar un impuesto del 2,38% sobre el gasto con tarjeta de crédito en el extranjero, tasa que posteriormente aumentó al 6,38% en marzo de 2012. En julio de 2011 se aplicó un impuesto sobre las operaciones financieras al importe nominal de los derivados de divisas, impuesto que se suprimió en junio de 2013. El objetivo era frenar las entradas especulativas y evitar la volatilidad del tipo de cambio, la acumulación de deuda externa a corto plazo y el descalce de monedas. En ese sentido, las medidas dieron buenos resultados: tres meses antes de que el impuesto sobre las operaciones financieras se ampliara a los préstamos con vencimiento inferior a 2 años, la proporción del crédito externo con vencimiento superior a ese plazo comenzó a aumentar y pasó del 24% al 97% del total (Pereira da Silva y Harris, 2013, pág. 204).

Los requisitos de recursos propios relativos a la exposición cambiaria, los límites a la exposición relacionada con la moneda extranjera y el encaje son otras políticas macroprudenciales centradas en las divisas que se aplicaron. En cuanto a los requisitos de recursos propios, en 2007 el Banco Central del Brasil aumentó del 50% al 100% los que se aplicaban a la exposición cambiaria. En cuanto a los límites a la exposición relacionada con la moneda extranjera, en junio de 2007 las autoridades fijaron un límite del 30% del capital base, límite que antes era del 60%. El encaje se flexibilizó durante la crisis financiera mundial de 2008 y después de ella. En octubre de 2008, como parte de las medidas destinadas a aliviar las presiones de liquidez en el mercado interbancario, el banco central permitió a las instituciones financieras deducir del encaje que se aplicaba a los depósitos interbancarios los títulos en moneda extranjera que se hubieran adquirido del banco central con un compromiso de reventa (base de datos iMaPP, Alam y otros, 2019). Durante el período de aumento de las entradas que tuvo lugar después de la crisis financiera mundial, el banco central endureció el encaje, incluido el que se aplicaba a las posiciones en divisas. En abril de 2011 introdujo un encaje no remunerado del 60% sobre las posiciones netas bancarias en divisas que superaran los 3.000 millones de dólares, límite que se endureció y se estableció en 1.000 millones de dólares en julio de ese año. En diciembre de 2012, cuando el ciclo de entradas comenzó a retroceder, el límite volvió a ser de 3.000 millones de dólares (una relajación de la política macroprudencial); el encaje no remunerado se eliminó en julio de 2013.

El encaje no solo se utilizó para disuadir las entradas de moneda extranjera. En la década pasada el Banco Central del Brasil modificó el encaje en numerosas ocasiones, y lo hizo con fines anticíclicos durante la crisis financiera mundial de 2008 y después de ella. En octubre de ese año, el Banco Central del Brasil redujo el encaje sobre los depósitos a la vista y sobre los depósitos adicionales a plazo, y aumentó el límite de la deducción para aplicar el encaje sobre los pasivos adicionales (base de datos iMaPP, Alam y otros, 2019). La inyección de dinero representó el 2,8% del PIB (Blanco Barroso y otros, 2020, pág. 13) y permitió a los bancos más grandes emplear su encaje para prestar a los bancos más pequeños (Pereira da Silva y Harris, 2013, pág. 197). El objetivo era aumentar la liquidez del mercado en momentos de crisis crediticia (Pereira da Silva y Harris, 2013; Agénor y Pereira da Silva, 2016; Blanco Barroso y otros, 2020).

Cuando la crisis financiera mundial amainó y las entradas de moneda extranjera comenzaron a aumentar, se cambió el rumbo de la política. En 2010 se aumentó el encaje que se aplicaba a los depósitos a plazo y a los depósitos a la vista adicionales, y al mismo tiempo se protegió el financiamiento a largo plazo (el Banco Central del Brasil eximió de encaje

a los pasivos bancarios denominados “letras financieras”, que tenían un vencimiento mínimo de cinco años). Las medidas se anularon en 2012 y, según la base de datos IMaPP, el encaje también se redujo en 2017 y 2018.

Para frenar el crecimiento excesivo del crédito, las autoridades aplicaron una serie de medidas. Fijaron un impuesto sobre las operaciones financieras que se aplicaba al crédito al consumo y aumentaron el pago mínimo de las tarjetas de crédito. También recurrieron a los requisitos de recursos propios: en 2007, el Banco Central del Brasil aumentó los que se aplicaban a los préstamos hipotecarios, mientras que en 2010 endureció los requisitos de recursos propios ponderados según el riesgo que se aplicaban a los préstamos al consumo (en particular a los préstamos automotores y a los que se garantizaban con la nómina). El Banco Central del Brasil también introdujo, en septiembre de 2013, ratios préstamo/valor que se aplicaban a determinados tipos de préstamos hipotecarios. Además, en consonancia con la aplicación de las normas de Basilea III, puso en marcha normas de liquidez y capital, como el coeficiente de cobertura de liquidez y el coeficiente de liquidez estable neta, los requisitos de capital ordinario de nivel 1 (que se endurecieron en 2015), el colchón de conservación de capital (que se aumentó en 2017 y 2018), una razón de apalancamiento y la aplicación de requisitos de recursos propios más elevados a las instituciones financieras nacionales de importancia sistémica.

Según diversas fuentes, estas medidas tuvieron efectos positivos. Los préstamos morosos y las obligaciones del servicio de la deuda de los hogares han tendido a la baja desde 2016, y la proporción de deuda en riesgo cubierta con activos ha aumentado desde 2013 (FMI, 2018a, pág. 21). El FMI sí expresa preocupación por la vulnerabilidad de los balances de las sociedades no financieras debido a la baja rentabilidad, sobre todo en el sector energético.

El endurecimiento de las políticas macroprudenciales después de 2010 efectivamente consiguió frenar el crecimiento del crédito (Pereira da Silva y Harris, 2013, pág. 199), pero los bancos encontraron la manera de dejar de financiarse mediante depósitos recurriendo a los préstamos extranjeros de las filiales (FMI, 2013a, pág. 24). Estos hechos llevaron a que se aplicara el impuesto sobre el crédito externo. Esto ayuda a explicar por qué la modificación del encaje fue más eficaz en los casos de relajación que en los de endurecimiento (Tovar, García-Escribano y Martín, 2012; Blanco Barroso y otros, 2020; Gambacorta y Murcia, 2020). La relajación de las normas relativas al encaje llevó a que aumentara la liquidez en épocas de tensión en los mercados, lo que permitió evitar crisis crediticias. El endurecimiento del encaje dio buenos resultados pasajeros, pero luego surgieron innovaciones financieras que permitieron evadir esa medida.

El impuesto sobre las operaciones financieras que se aplicó a las entradas del exterior fue importante para incidir en el volumen de las entradas de cartera y modificar su composición, sobre todo en lo que respecta al vencimiento (Baumann y Gallagher, 2012; FMI, 2013a). El efecto más fuerte se observó cuando se comenzó a aplicar el impuesto sobre las operaciones financieras a los derivados de divisas, que se habían convertido en un resquicio que permitía realizar operaciones de arbitraje entre monedas. Sin embargo, el impuesto no incidió sustancialmente en el endeudamiento externo de las sociedades no financieras. La desaceleración que se observa en los gráficos VI.1 y VI.4 se explica mejor por el cambio de las condiciones financieras mundiales.

B. Chile

1. Vulnerabilidades sistémicas

Si bien en Chile hubo un déficit en cuenta corriente durante toda la década de 2010, algunos de los componentes del déficit, como el saldo del ingreso primario, se comportaron de forma anticíclica. Las vulnerabilidades se deben buscar en el endeudamiento externo de los diferentes sectores y por medio de diferentes conceptos. Esto se refleja en los gráficos IV.8A y IV.8B, que muestran los componentes del volumen de la deuda externa, así como la deuda externa por deudor, como porcentaje del PIB.

Gráfico VI.8
Chile: volumen de la deuda externa, 2003-2019
(En porcentajes del PIB)

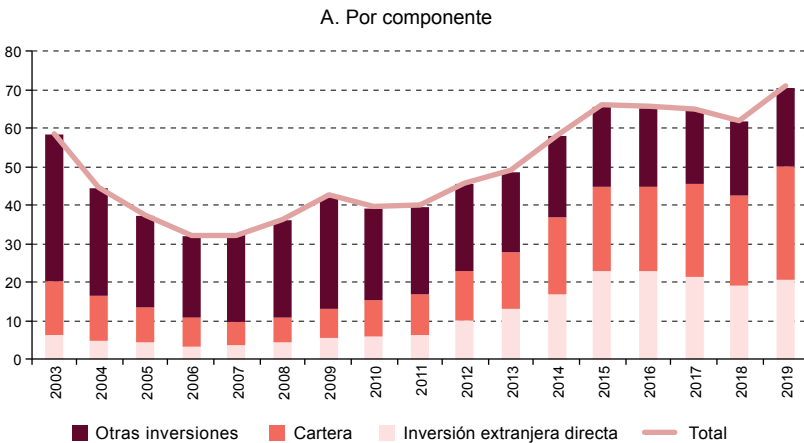
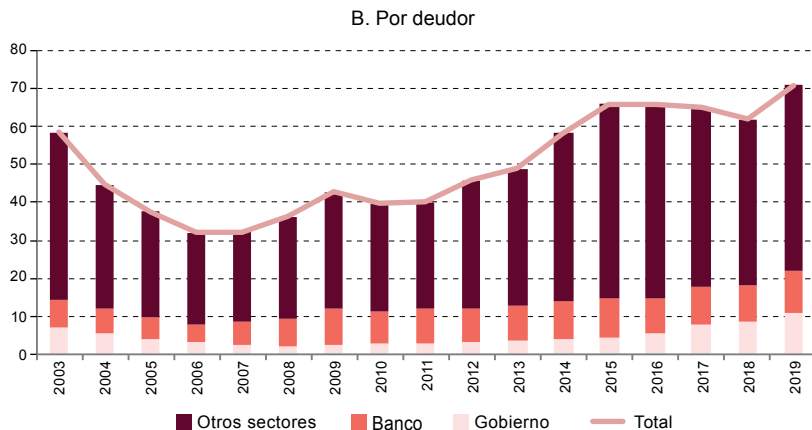


Gráfico VI.8 (conclusión)



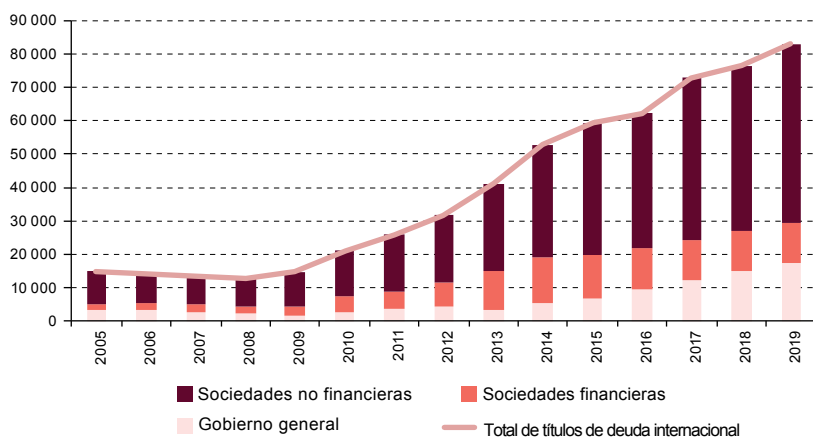
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI) y fuentes oficiales nacionales.

En los gráficos IV.8A y IV.8B hay un par de acontecimientos que se deben destacar. Después de la crisis financiera mundial de 2008, hubo un aumento de la deuda de cartera y de IED, y un relativo estancamiento de la deuda correspondiente a otros tipos de inversiones (préstamos bancarios), sobre todo después de 2012. La deuda que corresponde a la IED representa los préstamos intraempresariales, que son un canal importante de endeudamiento privado (FMI, 2018b; Banco Central de Chile, 2020, pág. 24). En segundo lugar, y en consonancia con la afirmación anterior, el sector más dinámico en cuanto a la obtención de préstamos en el exterior fue el de las sociedades no financieras. Durante todo el período, la deuda pública externa representó menos del 15% de todo el endeudamiento externo, y solo en 2019 superó el 10% del PIB. Esta evolución también se refleja en el volumen y la composición de la deuda en bonos. En el gráfico VI.9 se muestra el volumen de títulos de deuda internacional en circulación emitidos por residentes chilenos en moneda extranjera (el grueso de la emisión), según la base de datos del BPI.

El escaso volumen de deuda pública emitida en los mercados internacionales se refleja en otro dato estadístico tomado de la base de datos de Arslanalp y Tsuda (2014). La proporción de la deuda pública denominada en moneda extranjera cayó del 95% en 2003 al 30% en 2019 (y al 36% en el segundo semestre de 2020), y alcanzó un valor mínimo del 20% en 2017. Los datos relativos a la deuda denominada en moneda local que está en manos de extranjeros solo se remontan a 2013. Desde un valor mínimo del 3% en 2015, esa deuda aumentó hasta el 20% en 2019, pero disminuyó en 2020. Para resumir las características de las vulnerabilidades externas se puede decir que hoy en día las dificultades se concentran sobre todo en el sector privado

no financiero, debido al nivel de endeudamiento externo que ese sector tiene y a la evolución que dicho endeudamiento ha tenido (Budnevich, Favreau y Pérez Caldentey, 2021).

Gráfico VI.9
Chile: títulos de deuda internacional emitidos por residentes, 2005-2019
 (En millones de dólares)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), "Debt securities statistics", 2020 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm>.

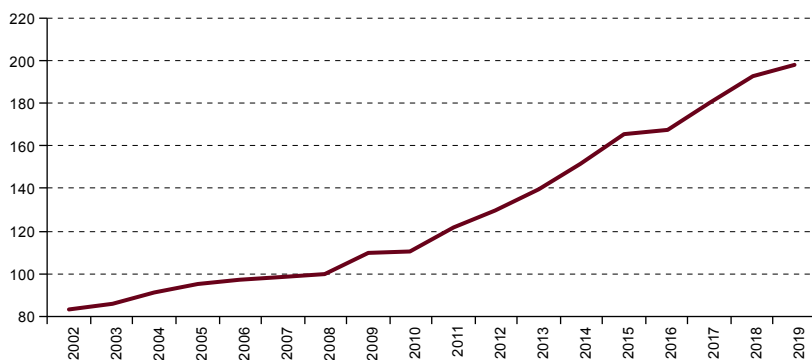
El sector privado no financiero también es el mayor prestatario nacional. En el cuadro VI.3 se utilizan datos del BPI para mostrar la evolución del crédito otorgado al sector no financiero como porcentaje del PIB. Con altibajos, el sector de las sociedades no financieras representa el grueso del crédito. Las grandes empresas son los principales prestatarios tanto a nivel nacional como internacional (Banco Central de Chile, 2020, pág. 32). Sin embargo, los préstamos al sector de los hogares han aumentado de forma constante y se han duplicado con creces desde principios de la década de 2000. Aunque en su mayor parte son concedidos por los bancos, recientemente ha habido un aumento de los préstamos otorgados por instituciones financieras no bancarias, como las compañías de seguros y las tarjetas de crédito (FMI, 2018b). Los préstamos hipotecarios y educativos constituyen la mayor parte del endeudamiento de los hogares. El aumento de dicho endeudamiento (y, en particular, de los préstamos hipotecarios) también se refleja en el precio de los inmuebles residenciales, cuyo aumento se aceleró después de 2008, como se observa en el gráfico VI.10 (también sobre la base de datos del BPI). La desaceleración que se observó en 2015 coincidió con el deterioro del precio de los productos básicos y la caída de las entradas brutas de capital.

Cuadro VI.3
Chile: crédito otorgado al sector no financiero, 2002-2019
(En porcentajes del PIB)

Año	Crédito otorgado al sector no financiero	Crédito otorgado al gobierno general	Crédito otorgado a los hogares	Crédito otorgado a las sociedades no financieras
2002	135,1	22,1	22,2	90,8
2003	121,1	18,7	22,9	79,5
2004	112	16,2	24,6	71,2
2005	105,2	12,1	25,7	67,3
2006	99,8	9,5	26,2	64,1
2007	102,2	7,8	28,8	65,5
2008	120,4	8,4	32,5	79,5
2009	117,8	8,7	33,7	75,4
2010	112,5	10,9	32,5	69,1
2011	122,5	13,3	33,8	75,3
2012	130,1	13,9	35,5	80,7
2013	138,3	14,5	37,2	86,5
2014	152,4	17,8	39,3	95,3
2015	165,1	19,7	41,1	104,3
2016	166,1	23,5	42,3	100,3
2017	162,8	25,1	43,7	94,0
2018	172,1	27,6	45,4	99,1
2019	188,2	32,7	47,3	108,3

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), "BIS statistics", 2021 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/index.htm?m=6>.

Gráfico VI.10
Chile: precio de los inmuebles residenciales, 2002-2019
(Índice 2008=100)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), "BIS statistics", 2021 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/index.htm?m=6>.

El sistema financiero chileno es muy profundo, no solo en cuanto a la relación entre el crédito y el PIB, sino en lo que atañe a la diversidad de instrumentos, actores y volumen. El mercado de cobertura de la exposición al riesgo cambiario y a otros riesgos es profundo y en él hay una participación importante de inversores institucionales, fondos de pensiones e inversores extranjeros. Las principales amenazas para la estabilidad financiera surgen de la exposición internacional y nacional del sector de las sociedades no financieras, que podría hacer que la inversión y el crecimiento se salieran de su cauce. Otra fuente de preocupación es el endeudamiento acelerado de los hogares.

2. Políticas macroprudenciales

En lo que atañe a la gobernanza, el marco institucional macroprudencial de Chile ha cambiado significativamente en los últimos años. Hasta 2017, la competencia para supervisar a los bancos, los fondos de pensiones, y los títulos valores y los seguros estaba asignada a supervisores diferentes. En 2017 y 2019 se introdujeron reformas importantes. En 2019 se creó la Comisión para el Mercado Financiero, que se convirtió en el único supervisor. Esta Comisión complementa y coordina sus actividades con el Banco Central de Chile, por ejemplo, en el Consejo de Estabilidad Financiera, que también integran el Ministerio de Hacienda y la Superintendencia de Pensiones.

En la base de datos IMaPP de Alam y otros (2019) solo se registran dos modificaciones de las políticas macroprudenciales de Chile entre 2000 y 2018: una relajación y un endurecimiento de los límites de los ratios préstamo/valor en 2009 y 2012, respectivamente. En esa base de datos también se registran medidas que no se califican como de endurecimiento o relajación, por ejemplo, la introducción de la obligación de informar sobre el coeficiente de cobertura de liquidez y el coeficiente de financiamiento estable neto en 2016. También está registrada la autorización que se dio a los bancos en octubre de 2008 para que usaran moneda extranjera a los efectos de completar su encaje, sin distinción entre dólares, euros o yenes. En la base de datos de Cerutti, Claessens y Laeven (2017) también se registran muy pocas modificaciones (un endurecimiento relativo a la provisión dinámica para préstamos incobrables en 2010, una política destinada a reducir el riesgo bancario asociado con la moneda extranjera en 2016 y el levantamiento de un gravamen sobre las actividades de los bancos en 2017). Ruiz y otros (2014) hablan sin tapujos de un “activismo macroprudencial” prácticamente inexistente, mientras que Federico, Vegh y Vuletin (2014) mencionan que Chile apenas modificó el encaje en el transcurso de 31 años. Tovar, García-Escribano y Martín (2012) llegan a una conclusión similar.

La acumulación de reservas de Chile también es escasa en comparación con la de otros países de la región. El banco central solo intervino puntualmente en el mercado de divisas y en los mercados de derivados. Según la base de datos de Chinn e Ito (2006) y de Fernández y otros (2016), Chile es una economía abierta desde el punto de vista financiero.

Esta descripción, sin embargo, no está exenta de cuestionamientos. En primer lugar, Gómez, Jara y Moreno (2020, pág. 1) mencionan otras medidas que no están incluidas en la base de datos de Cerutti, Claessens y Laeven (2017), como el endurecimiento de las provisiones para préstamos hipotecarios incobrables en 2016 y los cambios de los instrumentos destinados a financiar los préstamos hipotecarios. En segundo lugar, hubo modificaciones que se introdujeron hace poco en las políticas y que quedaron fuera del período de tiempo que abarca la base de datos IMA PP. Esas modificaciones se detallarán más adelante. En tercer lugar, Jácome, Nier e Imam (2012), Ruiz y otros (2014), Raddatz y Vergara (2016) y Rojas Quiroz (2017) mencionan que en Chile hay numerosas políticas macroprudenciales establecidas. En la base de datos de Cerutti, Claessens y Laeven (2017) se asigna a Chile una calificación que va de 6 a 8 (en una escala de 0 a 12, donde 12 es la calificación más alta), y se registran límites que se aplican a la razón de apalancamiento, la concentración, las exposiciones y otros. Esta aparente contradicción se resuelve al notar que muchas políticas macroprudenciales que han salido a la luz en el período posterior a la crisis financiera mundial (como la razón de apalancamiento o las normas que se aplican a las instituciones financieras de importancia sistémica) ya estaban presentes en Chile al menos desde los años noventa, y algunas se comenzaron a aplicar después de la crisis financiera de los ochenta.

Por medio de la Ley General de Bancos de 1986 (y en posteriores modificaciones de esa ley) en Chile se pusieron en práctica numerosas políticas macroprudenciales que se mantienen hasta el día de hoy. Esas políticas tienen el objetivo claro de mitigar el riesgo sistémico que surge del endeudamiento externo, el descalce de monedas, la concentración de préstamos y los préstamos de los bancos a entidades relacionadas con ellos. Entre esas políticas se pueden mencionar las siguientes (Raddatz y Vergara, 2016; Cifuentes, Claro y Jara, 2017):

- Límites a las inversiones concentradas y a las que se realizan en entidades relacionadas.
- Límites a los instrumentos que los bancos pueden utilizar para hacer operaciones e inversiones, por ejemplo, en relación con los derivados.
- Límites a los préstamos interbancarios.
- Límites al financiamiento interbancario a corto plazo.

- Límites a los ratios préstamo/valor.
- Límites a las razones de apalancamiento.
- Límites al descalce de monedas de los bancos.
- Límites a la exposición cambiaria de los prestatarios de los bancos (introducidos tras la crisis financiera asiática de 1997).
- Capacidad de imponer requisitos de recursos propios más elevados tras las fusiones y adquisiciones.
- Provisiones para préstamos incobrables y provisiones prospectivas para riesgos crediticios.

A la hora de evaluar las políticas macroprudenciales destinadas a mitigar las vulnerabilidades externas, la experiencia de Chile también se remonta a los años noventa. Además de los límites mencionados que se imponían a la exposición cambiaria de los bancos y los prestatarios, en Chile se aplicaba un encaje no remunerado sobre las entradas de capital. No hay consenso en cuanto a si estas políticas permitieron reducir las entradas de capital, pero sí lo hay en cuanto a que permitieron aumentar el vencimiento promedio de la deuda y a que fomentaron la resiliencia frente a factores externos. El encaje no remunerado se dejó de aplicar a finales de la década de 1990.

Aunque Chile sigue estando en el extremo inferior de la región en cuanto a la acumulación de reservas, en 2006 se crearon dos fondos soberanos en el país, a saber, el Fondo de Estabilización Económica y Social, y el Fondo de Reserva de Pensiones. El valor acumulado de estos fondos a finales de 2019 era de 23.000 millones de dólares (Chile, Ministerio de Hacienda, 2020). El Fondo de Estabilización Económica y Social (que tenía un valor de 12.200 millones de dólares en 2019) invierte sobre todo en activos líquidos denominados en las principales monedas mundiales, en acciones y en depósitos. Esto permite explicar parcialmente por qué el hecho de que en Chile haya habido importantes salidas de cartera desde 2006 no puso en riesgo la posición externa del país. Aunque no esté incluida en las principales bases de datos de políticas macroprudenciales, la acumulación de fondos soberanos puede considerarse una especie de política macroprudencial orientada al exterior.

En los últimos años, sin embargo, la atención se ha centrado en desarrollar los mercados e instrumentos privados de cobertura, en particular los relativos a la exposición cambiaria, con el apoyo y la intervención ocasional del Banco Central de Chile. No obstante, en los últimos años, dicho banco y la Comisión para el Mercado Financiero han aplicado otras políticas asociadas al marco de Basilea III, en particular el

establecimiento del coeficiente de cobertura de liquidez y del colchón de capital anticíclico. Sin embargo, el impacto de la pandemia de COVID-19 ha retrasado la puesta en marcha y el desarrollo de esos indicadores.

C. Colombia

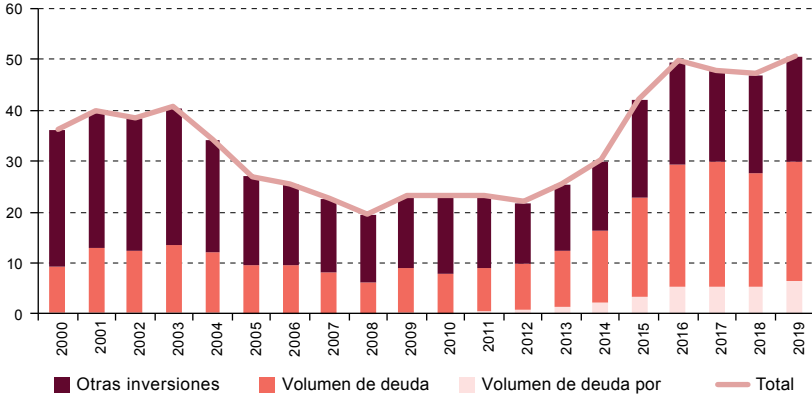
1. Vulnerabilidades sistémicas

En Colombia se enfrentó una grave crisis de la balanza de pagos a finales de 1998, que tuvo fuertes repercusiones en 1999 y que también conllevó una crisis bancaria. La crisis llegó después de una gran liberalización financiera que hubo a principios de los años noventa. La década de 1990 fue un período de crecimiento acelerado del crédito y de endeudamiento externo público y privado. Tras la crisis de 1999, en Colombia se pusieron en marcha una serie de reformas que pueden considerarse políticas macroprudenciales. Sin embargo, a partir de la década de 2000 en el país surgieron nuevas vulnerabilidades, como nuevos episodios de crecimiento rápido del crédito y entradas sostenidas de capital. En la década de 2010 cambió la morfología de las dificultades en cuanto a los instrumentos, las instituciones y las monedas. No obstante, en el transcurso de ese período en Colombia se observó un déficit sostenido en cuenta corriente y una posición neta de inversión internacional cada vez más negativa.

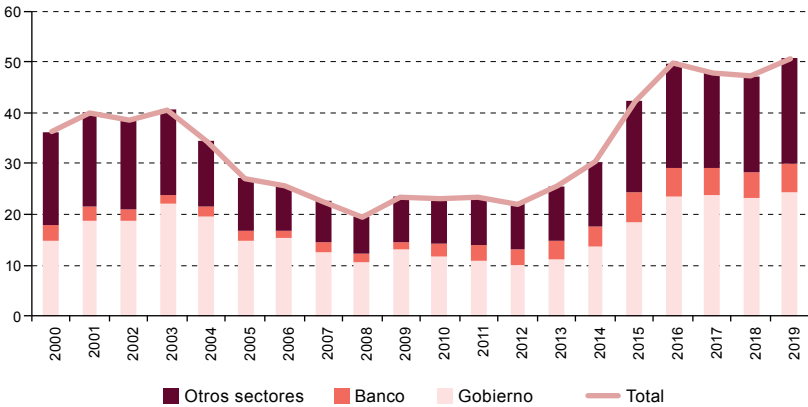
Al examinar la evolución del volumen de deuda externa, se observa que en la década de 2000 este se mantuvo estable, pero que exhibió una tendencia al alza después de la crisis financiera mundial de 2008, con algunas desaceleraciones ocasionales, como en 2012 y 2015. En los gráficos VI.11A y VI.11B se presenta la evolución del volumen de deuda externa por componente y por deudor. Al igual que en otras partes del continente, el componente que creció de forma sostenida con más rapidez es la deuda de cartera, que a mediados de la década de 2010 llegó a ser mayor que otros pasivos de inversión (préstamos). La deuda externa total aumentó considerablemente después de 2012, impulsada en la misma medida por el sector público y el empresarial (incluidas algunas empresas estatales). Sin embargo, más del 70% de la deuda externa del sector privado en moneda extranjera está cubierta, ya sea mediante instrumentos derivados o porque los deudores son exportadores (Banco de la República, 2020, pág. 28). Aunque el 70% de la deuda externa de las empresas públicas está denominada en dólares, su peso se redujo un 2,7% del PIB entre 2015 y 2019 (Banco de la República, 2020). La dinámica de la emisión de títulos de deuda en los mercados internacionales se presenta en el gráfico VI.12.

Gráfico VI.11
Colombia: volumen de la deuda externa, 2000-2019
(En porcentajes del PIB)

A. Por componente



B. Por deudor

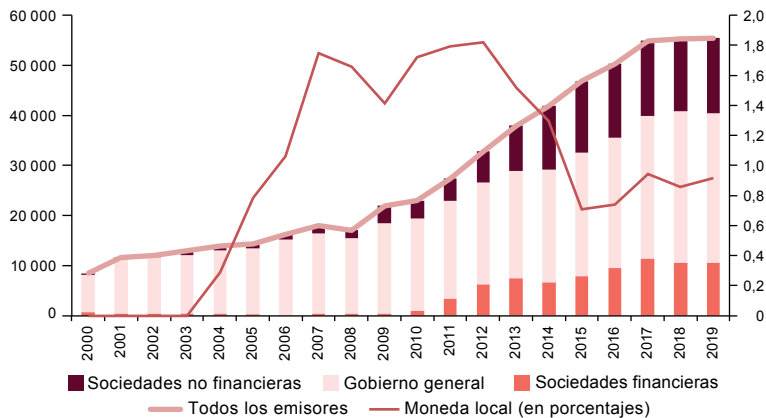


Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos oficiales.

Hasta 2008, el Gobierno era el principal emisor de títulos valores colombianos en los mercados internacionales. A partir de 2009, el sector empresarial comenzó a emitir bonos, sobre todo las sociedades no financieras públicas y privadas, y los bancos privados. Un indicador interesante es que, desde 2004 y hasta mediados de 2013, había una cantidad considerable de títulos denominados en pesos colombianos, cantidad que llegó a representar el 18% del total. A partir del *taper tantrum*, esa proporción disminuyó hasta ser inferior al 10%.

Gráfico VI.12

Colombia: títulos emitidos en los mercados internacionales de deuda, por importe en circulación y como proporción de todas las emisiones de bonos en los mercados internacionales, 2000-2019
(En millones de dólares y en porcentajes)



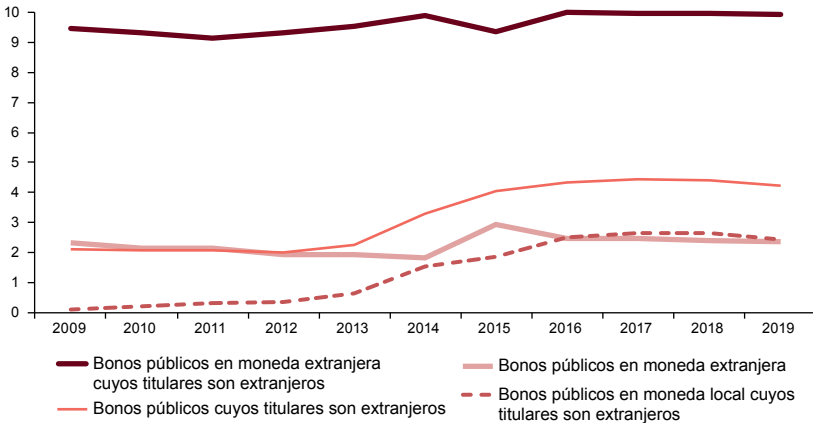
Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), "Debt securities statistics", 2021 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm>.

Con el desarrollo de los fondos de pensiones, los bonos públicos se convirtieron en la piedra angular del sistema financiero nacional (FMI, 2013b). Sin embargo, el mercado de bonos nacional atrajo a los inversores extranjeros (Vargas, Cardozo y Murcia, 2017). La base de datos actualizada de Arslanalp y Tsuda (2014) muestra que, a partir de 2004, la proporción de títulos públicos denominados en moneda extranjera cayó de forma casi ininterrumpida hasta 2014, y luego se estabilizó en torno al 25%. Esto contrasta, sin embargo, con el modo en que evolucionó la propiedad de los títulos. La inmensa mayoría (y en algunos períodos, la totalidad) de los titulares de bonos públicos denominados en moneda extranjera son acreedores extranjeros, hecho que no sorprende. Lo que sí sorprende es el crecimiento de la proporción de bonos soberanos denominados en moneda nacional que estaban en manos extrajeras, crecimiento que se aceleró en 2014. Por lo tanto, como se muestra en el gráfico VI.13, los inversores extranjeros eran los titulares de una parte cada vez mayor de la deuda pública.

A modo de síntesis de las vulnerabilidades externas, podemos decir que en Colombia se ha reducido el descalce de monedas en la deuda soberana, factor que constituye una fuente tradicional de preocupación en los países en desarrollo. Sin embargo, hay otros signos preocupantes, como un déficit sostenido en la cuenta corriente, la creciente presencia de inversores extranjeros en los mercados de deuda en moneda local y el

aumento de las existencias de títulos de deuda emitidos por empresas en moneda extranjera, títulos que están expuestos a la volatilidad de los tipos de cambio y los precios de los productos básicos (sobre todo del petróleo y el carbón). El FMI (2020) señaló que las necesidades de financiamiento externo que habrá en Colombia en el futuro cercano (tomando en cuenta el déficit en cuenta corriente y las necesidades relacionadas con la amortización de la deuda) son particularmente elevadas en comparación con el nivel regional. La pandemia de COVID-19 también ha dificultado el acceso de las instituciones bancarias y no bancarias a los mercados internacionales.

Gráfico VI.13
Colombia: proporción de títulos de deuda pública cuyos titulares son extranjeros, 2009-2019
(En porcentajes)



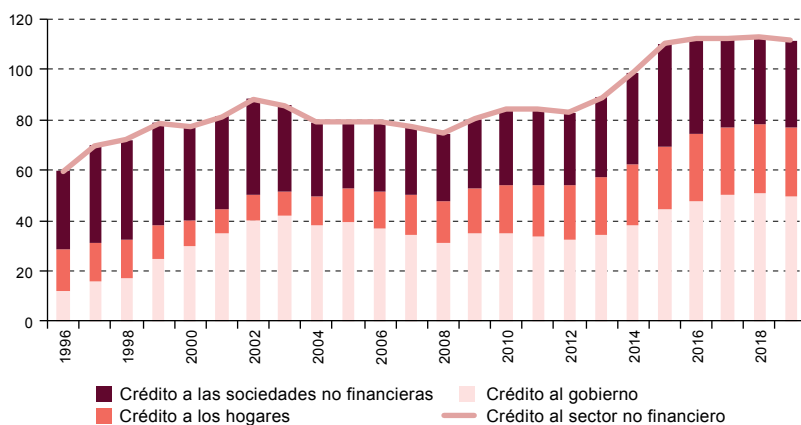
Fuente: S. Arslanalp y T. Tsuda, "Tracking global demand for emerging market sovereign debt", IMF Working Paper, N° 14/39, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 2014.

En una presentación reciente, Osorio (2021) ha destacado un nuevo acontecimiento que podría plantear dificultades a la internacionalización del sistema bancario colombiano, que se ha expandido a los países de Centroamérica.

Al examinar el crédito interno, observamos una serie de episodios de crecimiento acelerado del crédito en los últimos 25 años (véase el gráfico VI.14). El primer episodio de ese período, que ocurrió en 1996-1997, dio lugar a una crisis financiera y de la balanza de pagos que tuvo lugar en 1998 y 1999. Hubo otro episodio en 2006-2007, que estuvo acompañado por una elevada tasa de crecimiento del PIB. Después de la crisis financiera mundial de 2008, en el período 2010-2014 el crecimiento del crédito volvió a repuntar. Tras ese último repunte, el sector financiero ingresó en un período de ajuste en que hubo una menor rentabilidad, provisiones más

elevadas y un menor crecimiento del crédito (Banco de la República, 2020). Ese ajuste duró hasta 2019, cuando el crédito comenzó a aumentar de nuevo, tanto el otorgado a los hogares como el concedido al sector comercial. Además, como se mencionará más adelante, también se puede observar un cambio estructural del financiamiento del gobierno con fuentes internas.

Gráfico VI.14
Colombia: crédito al sector no financiero, 1996-2019
 (En porcentajes del PIB)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), "BIS statistics", 2021 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/index.htm?m=6>.

2. Políticas macroprudenciales

En cuanto a la gobernanza de la supervisión del sistema financiero, en Colombia no hay un marco explícito de política macroprudencial, y las funciones están asignadas a diferentes instituciones (el Banco de la República, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, la Superintendencia Financiera de Colombia, y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras). En 2003, el Congreso creó el Comité de Coordinación y Seguimiento del Sistema Financiero, que está integrado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el Banco de la República, la Superintendencia Financiera de Colombia y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras.

En cuanto a las políticas macroprudenciales aplicadas, en la base de datos de Cerutti, Claessens y Laeven (2017) se indican 6 (de 2000 a 2006) y 7 (de 2007 a 2017) en una escala de 0 a 12. El cambio registrado en 2007 se refiere a que se comenzó a aplicar la provisión dinámica o provisión anticíclica para préstamos incobrables. En la base de datos

IMaPP (Alam y otros, 2019), por su parte, en el mismo período se registran varias modificaciones de las políticas macroprudenciales, en su mayoría de endurecimiento. La mayoría de las modificaciones que se registraron en esa base de datos se concentran antes, durante y después de la crisis financiera mundial de 2008. En el cuadro VI.4 se muestran esos registros.

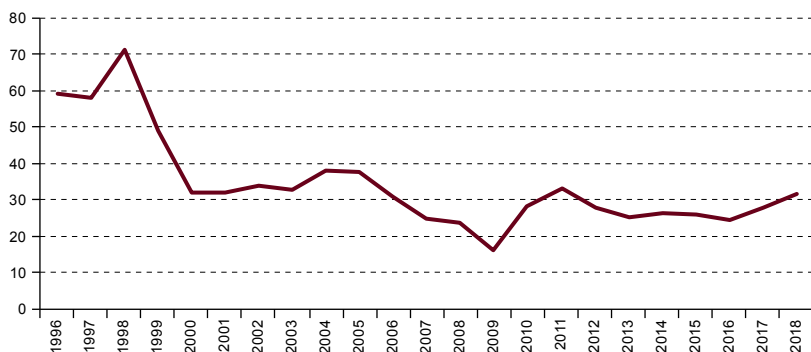
Cuadro VI.4
Colombia: modificación de las políticas macroprudenciales, 2000-2018
(En número de modificaciones)

Fecha	Modificaciones en Colombia según la base de datos IMaPP	Endurecimiento	Relajación
2000	1	1	0
2001	0	0	0
2002	0	0	0
2003	-1	0	-1
2004	0	0	0
2005	0	0	0
2006	0	0	0
2007	3	3	0
2008	1	3	-2
2009	1	1	0
2010	0	0	0
2011	0	0	0
2012	0	0	0
2013	0	0	0
2014	0	0	0
2015	0	0	0
2016	0	0	0
2017	2	2	0
2018	0	0	0
		10	-3

Fuente: Z. Alam y otros, "Digging deeper: evidence on the effects of macroprudential policies from a new database", IMF Working Paper, N° 19/66, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 2019.

Como se mencionó anteriormente con relación a otros países, hay algunas medidas que pueden considerarse macroprudenciales (desde la perspectiva de la vulnerabilidad externa) que no están incluidas en la base de datos IMaPP, en particular la acumulación de reservas. Entre 2004 y 2019, Colombia duplicó con creces las reservas de divisas y también se situó muy por debajo del umbral de la regla Greenspan-Guidotti, según la cual las reservas deben cubrir al menos un año del servicio de la deuda externa a corto plazo. El cociente entre esa deuda y las reservas tendió a la baja en la década de 2000, y en la de 2010 se estabilizó en la mitad de los valores de la década de 1990. Esto se muestra en el gráfico VI.15.

Gráfico VI.15
Colombia: cociente Greenspan-Guidotti, 1996-2018^a
 (En porcentajes)



Fuente: Banco Mundial, Indicadores del Desarrollo Mundial, s.f. [base de datos en línea] <https://databank.bancomundial.org/reports.aspx?source=world-development-indicators>.

^a Cociente Greenspan-Guidotti: deuda externa a corto plazo/reservas.

Como se menciona en Vargas, Cardozo y Murcia (2017), la mayoría de las políticas macroprudenciales se utilizaron de forma ocasional, en momentos de necesidad, y no de forma sistemática. Tras la crisis de 1998, el gobierno impuso límites a los ratios préstamo/valor de los préstamos hipotecarios y topes al ratio servicio de la deuda/ingresos. Antes de la crisis financiera mundial se estaba produciendo un auge del crédito y un aumento de las entradas de cartera. El gobierno reaccionó de varias maneras. En mayo de 2007 introdujo un coeficiente de encaje no remunerado del 40% para los depósitos a 6 meses como mínimo en moneda nacional, que estaba dirigido sobre todo a las entradas de deuda de cartera. También aplicó otra norma por la que una inversión debía tener una permanencia mínima de dos años para ser considerada IED, aumentó el encaje marginal de los pasivos en moneda local y redujo la dispersión del encaje (Federico, Vegh y Vuletin, 2014). En junio de 2007, las autoridades introdujeron un régimen dinámico de provisiones para préstamos incobrables que supuso un endurecimiento de la regulación (aunque en la base de datos IMaPP no está registrado como tal). En Colombia también se establecieron límites en relación con el apalancamiento de los intermediarios en el mercado de derivados de divisas. El porcentaje de encaje no remunerado aumentó al 50% en mayo de 2008, pero se suprimió en octubre de ese año cuando estalló la crisis financiera mundial. El banco central también redujo el encaje de los depósitos para ofrecer alivio en épocas de falta de liquidez.

Es difícil desentrañar el impacto de una medida tan efímera. Fabiani y otros (2021) mencionan que el endeudamiento externo cayó y que las sociedades expuestas en moneda extranjera se enfrentaron a una oferta

de crédito interno más ajustada, mientras que lo contrario ocurrió con las sociedades que no se habían endeudado en el extranjero. La disponibilidad de crédito para las empresas que no participaban en los mercados de deuda externa aumentó un 9% en relación con la disponibilidad que había para las empresas que tenían préstamos externos. El FMI (2009 y 2008) también menciona que el endeudamiento externo disminuyó. En 2017, el banco central introdujo nuevas medidas y límites al descalce de monedas de las instituciones financieras. Como se mencionó anteriormente, el Banco de la República (2020) destacó que más del 70% de la deuda externa privada en moneda extranjera estaba cubierta en cuanto al riesgo cambiario, pero estaba expuesta a la modificación del precio de los productos básicos. La internacionalización de las instituciones financieras colombianas puede transmitir las vulnerabilidades externas al sistema financiero nacional.

En cuanto a las políticas macroprudenciales orientadas al ámbito nacional, estas han tenido el efecto de aumentar la resiliencia del sistema financiero en lo que atañe a la solvencia y la liquidez (FMI, 2013b; Vargas, Cardozo y Murcia, 2017). Los préstamos morosos se han mantenido en un nivel bajo, los bancos estaban correctamente capitalizados y las autoridades han logrado evitar que haya tensiones de liquidez. La medida que tuvo el mayor efecto positivo en cuanto a la solvencia ha sido la provisión anticíclica para préstamos incobrables, que también se endureció en 2011 cuando se aceleró el crecimiento del crédito.

D. México

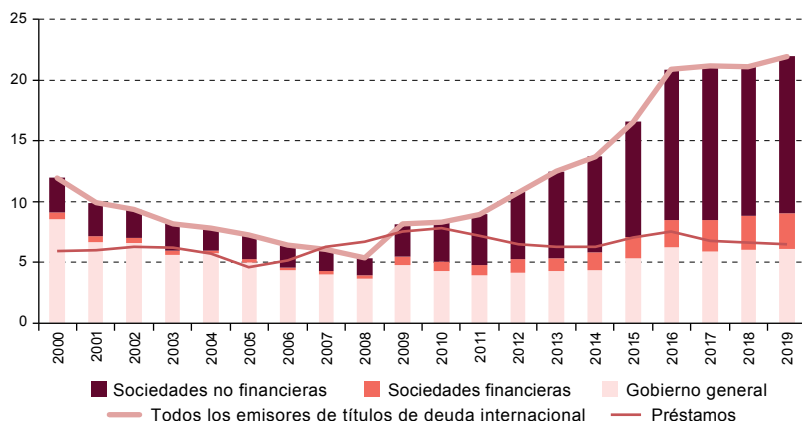
1. Vulnerabilidades sistémicas

En México hubo una grave crisis bancaria y de la balanza de pagos a finales de 1994: fue la primera de una serie de economías latinoamericanas que tendrían un destino similar a finales de la década de 1990 y principios de la de 2000 (como la del Brasil, Colombia y la Argentina). Desde 2005 en el país también ha habido déficits frecuentes en la cuenta corriente y una posición neta negativa de inversión internacional. Aunque algunas de las vulnerabilidades externas tradicionales se han suavizado, en los últimos años han surgido otras nuevas.

Las estadísticas sobre la deuda externa que figuran en la base de datos Indicadores del Desarrollo Mundial muestran que el volumen de la deuda externa, tanto pública como privada, exhibió una tendencia a la baja en relación con el PIB desde 1995 hasta 2008, y una tendencia al alza a partir de ese año. En 2015 esa proporción superó los niveles que se habían observado 20 años antes. En la composición, a su vez, hubo

modificaciones importantes en cuanto a los instrumentos y los actores. En el gráfico VI.16 se muestra la evolución del volumen de títulos de deuda en circulación que los residentes mexicanos emitieron en los mercados internacionales en moneda extranjera. También se incluye el volumen de créditos que los bancos extranjeros tienen en relación con préstamos de residentes mexicanos, datos que se obtuvieron a partir de las estadísticas bancarias territoriales del BPI. Como se puede observar, sobre todo después de la crisis financiera mundial de 2008 los bonos comenzaron a superar a los préstamos como fuente de financiamiento externa. Ese acontecimiento también marcó el ingreso de las sociedades no financieras mexicanas y, en menor medida, de los bancos mexicanos, en el mercado de los títulos de deuda internacionales. Entre esas sociedades había empresas estatales que también desempeñaron un papel importante. Sin embargo, el endeudamiento externo de las sociedades no financieras no representa el total de las deudas que estas tienen en moneda extranjera: también hay una parte de préstamos locales denominados en dólares otorgados a esas sociedades (Avdjiev, McGuire y Von Peter, 2020, pág. 8). Ya antes de la pandemia de COVID-19 el gobierno estaba transfiriendo fondos a las empresas estatales para que pudieran afrontar el endeudamiento externo (Cantú, Goel y Schanz, 2020). Al tratarse de empresas grandes, su endeudamiento externo puede producir efectos indirectos negativos tanto en las finanzas públicas como en el sistema financiero nacional.

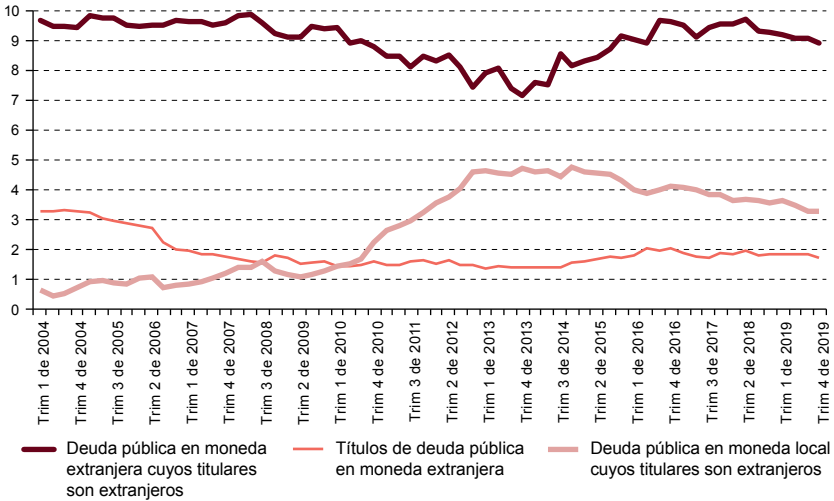
Gráfico VI.16
México: deuda externa en bonos y préstamos, 2000-2019
 (En porcentajes del PIB)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), "Debt securities statistics", 2021 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm> y "Locational banking statistics", 2021 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/bankstats.htm>.

Como ya se ha dicho, no solo se modificaron los instrumentos, sino también los sectores. En el gráfico VI.17 se muestra la proporción de títulos de deuda pública denominados en moneda extranjera, según la base de datos de Arslanalp y Tsuda (2014). Como se puede observar en el gráfico, esa proporción tendió a la baja en el período, sobre todo en la década de 2000. Sin embargo, hubo una mayor participación de los inversores extranjeros en el mercado de deuda en moneda local, y la proporción de titulares extranjeros en esos mercados llegó al 47% en 2013. Sorprendentemente, al mismo tiempo se observa una participación de los inversores nacionales en el mercado de deuda en moneda extranjera: la proporción de titulares nacionales en esos mercados alcanzó el 28% en 2013. Esto apunta a una de las características de la economía mexicana, a saber, a su grado de integración financiera con los mercados internacionales. Sánchez (2015) y FMI (2016) afirman que el mercado del peso mexicano es uno de los más líquidos de todos los mercados de las monedas de las economías emergentes, y que constituye una referencia para las monedas de esas economías.

Gráfico VI.17
México: proporción de títulos de deuda pública cuyos titulares son extranjeros, 2004-2019
(En porcentajes)

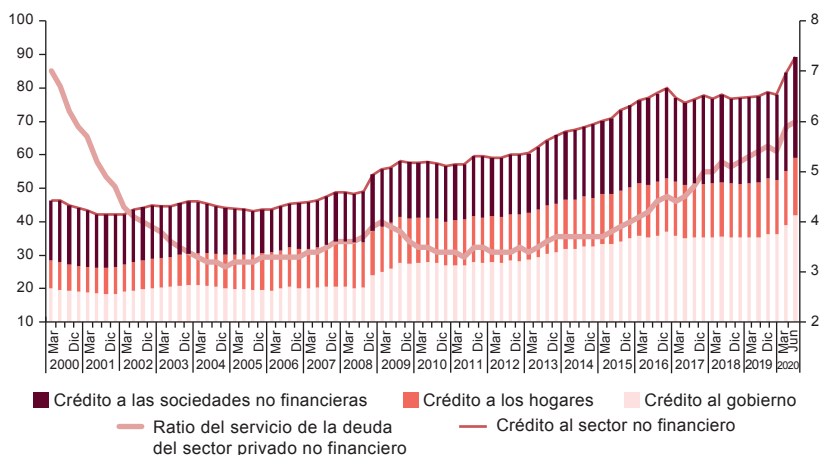


Fuente: S. Arslanalp y T. Tsuda, "Tracking global demand for emerging market sovereign debt", IMF Working Paper, N° 14/39, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 2014.

En cuanto a la situación financiera nacional, México tiene un sistema financiero relativamente pequeño (90% del PIB) y un sector bancario muy concentrado. Siete instituciones bancarias controlan alrededor del 80%

de los activos bancarios, y cinco de ellas son empresas extranjeras que controlan el 65% de todos esos activos. La mayor parte de sus fuentes de financiamiento y de sus préstamos son nacionales (FMI, 2016). El crédito a los hogares es relativamente escaso en comparación con la región. El ratio del servicio de la deuda del sector privado no financiero también es bajo, y la proporción de préstamos morosos es pequeña (FMI, 2016), pero exhibe una tendencia al alza. Estos indicadores se muestran en el gráfico VI.18.

Gráfico VI.18
México: crédito al sector nacional y servicio de la deuda
del sector privado no financiero, 2000-2020
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), "BIS statistics", 2021 [en línea] <https://www.bis.org/statistics/index.htm?m=6>.

2. Políticas macroprudenciales

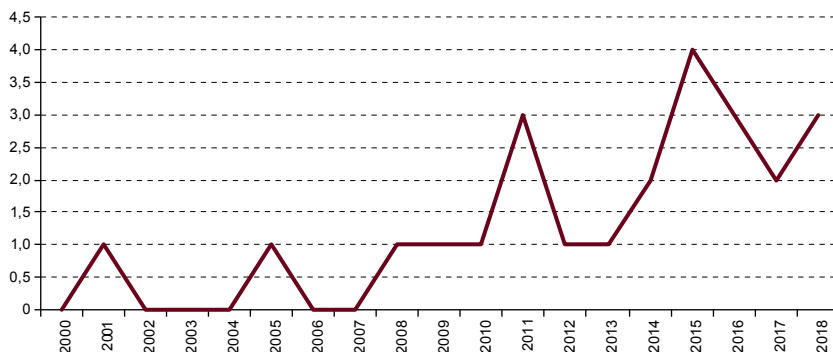
En México no están asignadas de forma explícita las funciones de las diferentes instituciones financieras supervisoras, a saber, el Banco de México, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, la Comisión Nacional de Seguros y Finanzas, la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro, y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. En 2014, el Congreso aprobó por ley la creación del Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero, que ya funcionaba por decreto gubernamental desde 2010. Ese Consejo está integrado por las instituciones mencionadas y funciona como un órgano de coordinación presidido por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. El Banco de México desempeña un papel importante en él.

En cuanto al diseño y la aplicación de políticas macroprudenciales, Bush y otros (2021) señalan que esas políticas se aplican desde hace más tiempo en las economías emergentes que en las economías desarrolladas,

debido al historial de crisis de las primeras. Sin embargo, también señalan que entre 2000 y 2017 en el caso de México hubo muy pocos cambios en las políticas macroprudenciales, concretamente tres: una modificación de las normas que rigen la concentración y la exposición interbancaria, y dos modificaciones de las regulaciones de capital para adecuarlos a lo establecido en Basilea 2.5 y en Basilea III, en 2012. En la base de datos de Cerutti, Claessens y Laeven (2017) se otorga a México la puntuación más baja de todas las economías objeto del presente estudio: comienza en 0 políticas macroprudenciales en 2000 y luego va aumentando hasta llegar a 4 en 2017. En Federico, Vegh y Vuletin (2014) se menciona que en México apenas se modificó el encaje, que es una de las políticas macroprudenciales típicas. Sin embargo, cuando se examina la regulación financiera del país se distinguen numerosas políticas macroprudenciales, algunas dirigidas a vulnerabilidades sistémicas (y externas) específicas.

Para empezar, en la base de datos de Cerutti, Claessens y Laeven (2017) se observa que la puntuación de México en cuanto a las políticas macroprudenciales aumentó de forma sostenida, y que en el país se establecieron normas sobre límites de concentración, exposición interbancaria, provisión dinámica para préstamos incobrables y, por último, sobre instituciones financieras de importancia sistémica. En la base de datos IMA PP, por su parte, se registran varias modificaciones entre 2000 y 2018, y todas ellas fueron medidas de endurecimiento. En el gráfico VI.19 se observa esta evolución. Las autoridades mexicanas se mostraron muy activas en cuanto a la introducción de nuevas normas tras la crisis financiera mundial de 2008.

Gráfico VI.19
México: modificación de las políticas macroprudenciales
según la base de datos IMA PP, 2000-2018
 (En número de modificaciones)



Fuente: Z. Alam y otros, "Digging deeper: evidence on the effects of macroprudential policies from a new database", *IMF Working Paper*, N° 19/66, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 2019.

Las medidas que se adoptaron son las siguientes:

- Requisitos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera.
- Límites a los pasivos netos en divisas en relación con el capital básico (las dos medidas —requisitos de liquidez y límites a los pasivos netos— se introdujeron a mediados de la década de 1990).
- Límites a la exposición de los bancos respecto de entidades relacionadas (introducidos en 2001 y endurecidos en 2008, 2011 y 2014).
- Límites a la exposición de los bancos respecto de contrapartes individuales, según el capital de los bancos.
- Límites a los préstamos interbancarios (medida introducida, junto con la anterior, en 2005).
- Introducción de la provisión para préstamos incobrables previstos (se introdujo en 2009 y se amplió en 2011 y 2013).
- Endurecimiento de los requisitos de recursos propios ponderados en función del riesgo relativos a los préstamos hipotecarios cuyo ratio préstamo/valor fuera superior al 70% y al 80% (introducido en 2010).
- Requisitos de colchones de conservación de capital (introducidos en 2015).
- Introducción del coeficiente de cobertura de liquidez conforme a las normas de Basilea III (se introdujo en 2015 y se endureció en 2016, 2017 y 2018).
- Introducción de requisitos de recursos propios más elevados respecto de las instituciones financieras de importancia sistémica (en 2015).

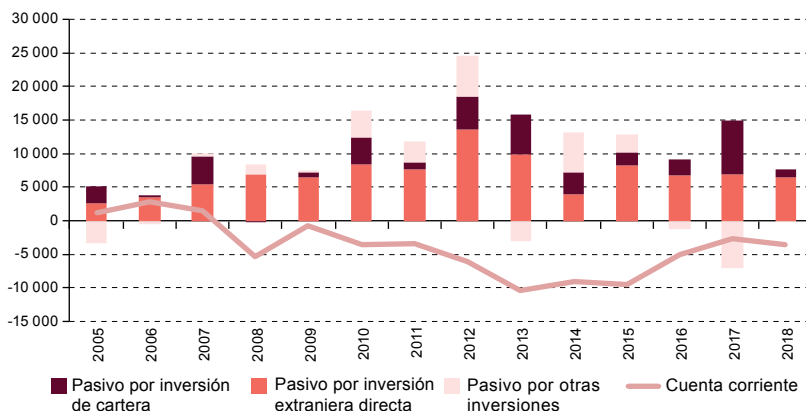
Como se puede observar en la lista anterior, con estas medidas se pretende lograr diversos objetivos, que se pueden resumir de la siguiente manera. En primer lugar, limitar la exposición a las divisas y el riesgo cambiario de los bancos y las instituciones financieras. En segundo lugar, reducir la exposición respecto de las entidades relacionadas, sobre todo en lo que atañe a los bancos de propiedad extranjera. En este sentido, las medidas tienen por objeto contener las vulnerabilidades externas del sector financiero, pero hasta ahora no se ha abordado la situación del sector de las sociedades no financieras. También se adoptaron numerosas medidas para reducir el riesgo sistémico derivado de las perturbaciones internas, medidas en que se reforzaba la resiliencia del sistema financiero y se alineaba la normativa con el marco regulatorio de Basilea III.

E. Perú

1. Vulnerabilidades sistémicas

La cuenta corriente del Perú es deficitaria desde 2008 y la posición neta de inversión internacional se viene deteriorando cada vez más incluso desde antes. Sin embargo, en el país se han recibido entradas financieras superiores al déficit en cuenta corriente, lo que ha permitido acumular reservas externas. Esto se muestra en el gráfico VI.20.

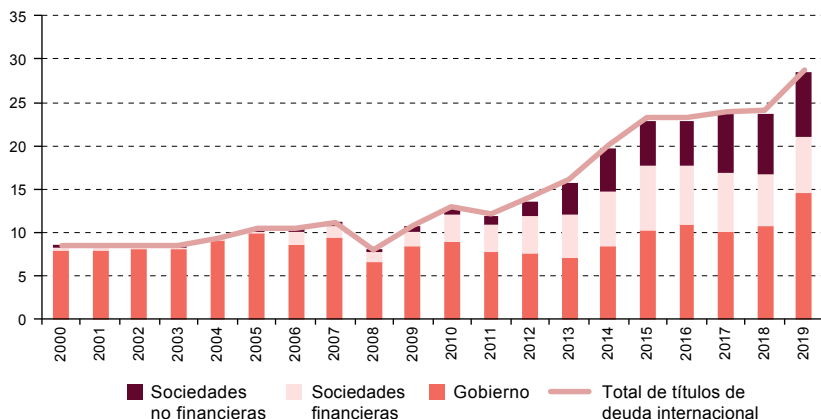
Gráfico VI.20
Perú: entradas financieras y déficit en cuenta corriente, 2005-2018
 (En millones de dólares)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Balance of Payments and International Investment Position Statistics [base de datos en línea] <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>.

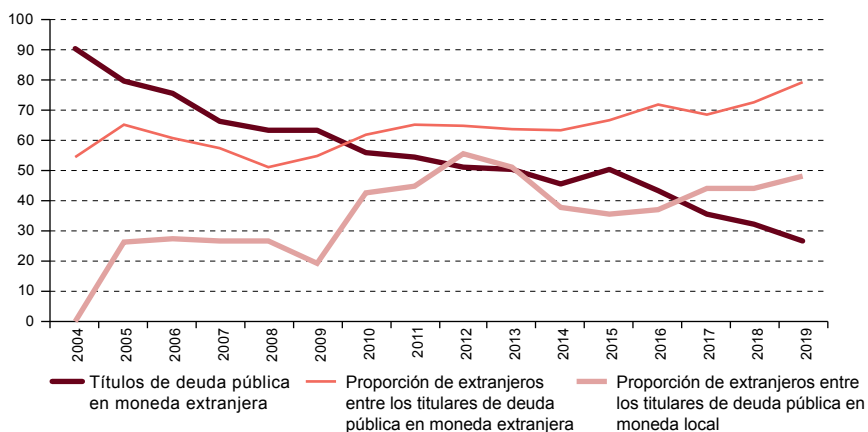
Estos movimientos se reflejan parcialmente en la emisión de títulos de deuda internacional, que se muestra en el gráfico VI.21. El volumen de esos títulos creció de forma considerable después de 2008, con algunas desaceleraciones que coinciden con las cifras del gráfico VI.20. El principal motor durante la década de 2010 fue la emisión del sector financiero y de las sociedades no financieras. En el lapso que abarca el presente estudio, 2019 fue el único año en que el gobierno recurrió en gran medida a los mercados internacionales de deuda. Sin embargo, sería un error suponer que toda la deuda emitida en los mercados internacionales era deuda externa, y otro error suponer que toda esa deuda estaba denominada en moneda extranjera. En el gráfico VI.22 se muestra qué proporción de la deuda pública estaba denominada en moneda extranjera, y cuál era la proporción de inversores extranjeros en la deuda pública en moneda nacional y extranjera.

Gráfico VI.21
Perú: emisión de títulos de deuda en los mercados internacionales
por parte de residentes, 2000-2019
(En porcentajes del PIB)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), "Debt Securities Statistics" [en línea] <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm>.

Gráfico VI.22
Perú: composición monetaria de la deuda pública
y participación extranjera en ella, 2004-2019
(En porcentajes)

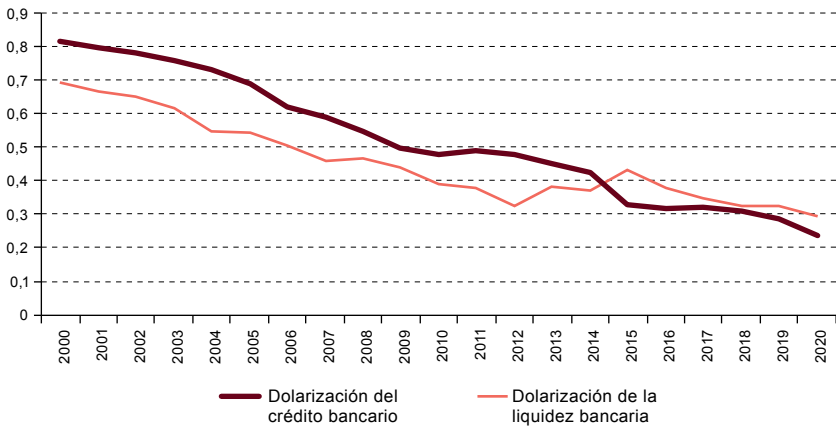


Fuente: S. Arslanalp y T. Tsuda, "Tracking global demand for emerging market sovereign debt", *IMF Working Paper*, N° 14/39, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 2014.

El sistema financiero nacional del Perú está basado en la banca: según el FMI (2018c), los activos de los bancos representan el 63% de todos los activos financieros. El sistema bancario está muy concentrado,

ya que hay cuatro bancos (dos de los cuales son de propiedad extranjera) que poseen alrededor del 83% de todos los activos bancarios, y el mercado de capitales es poco profundo y poco líquido. La morosidad es baja, y la capitalización y la liquidez son relativamente elevadas. Durante la década de 2000 el crédito creció a tasas elevadas, pero las autoridades aplicaron diferentes medidas para controlar la dinámica de este, como se examinará a continuación. La característica más llamativa es el grado de dolarización de los créditos y los depósitos. Aunque hay antecedentes históricos que se remontan a la independencia del país, la fase moderna comenzó a finales de la década de 1970. El fenómeno se aceleró durante la hiperinflación que hubo entre 1988 y 1990 (Armas, 2016), pero ha disminuido sustancialmente en los últimos 20 años. Esto se refleja en el gráfico VI.23.

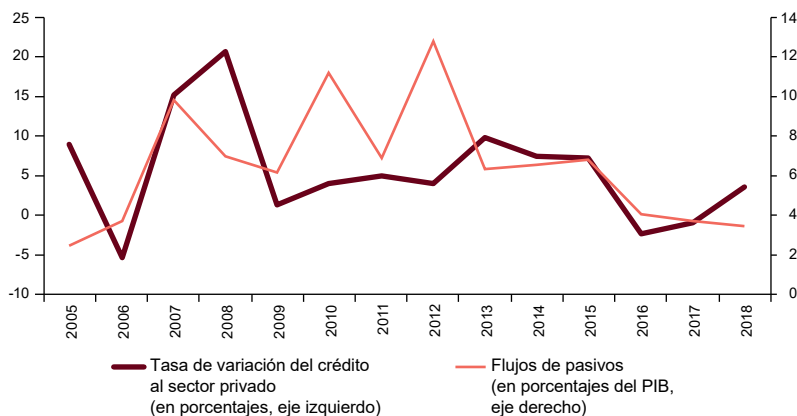
Gráfico VI.23
Perú: coeficiente de dolarización de la liquidez bancaria y del crédito, 2000-2020



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú, “Estadísticas” [en línea] <https://www.bcrp.gob.pe/estadisticas.html>.

Asimismo, el hecho de que la dolarización de los depósitos y los créditos tendiera a la baja es más notable porque el crecimiento del crédito por lo general acompañó de forma bastante estrecha a los flujos externos. En el gráfico VI.24 se muestra la tasa de variación del crédito al sector privado (en porcentajes) y los flujos de pasivos externos (en porcentajes del PIB). Esto sugiere que los acontecimientos financieros externos tienen una gran influencia en las condiciones crediticias nacionales. No obstante, las autoridades consiguieron reducir (aunque no eliminar) la dolarización de los depósitos y créditos, que es una de las principales amenazas para la estabilidad financiera.

Gráfico VI.24
Perú: crédito y flujos de pasivos externos, 2005-2018
 (En porcentajes del PIB)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú, "Estadísticas" [en línea] <https://www.bcrp.gob.pe/estadisticas.html>.

2. Políticas macroprudenciales

La institución de supervisión bancaria del Perú (la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP) es una entidad independiente del banco central. Sin embargo, hoy numerosas instancias de coordinación entre ambos organismos.

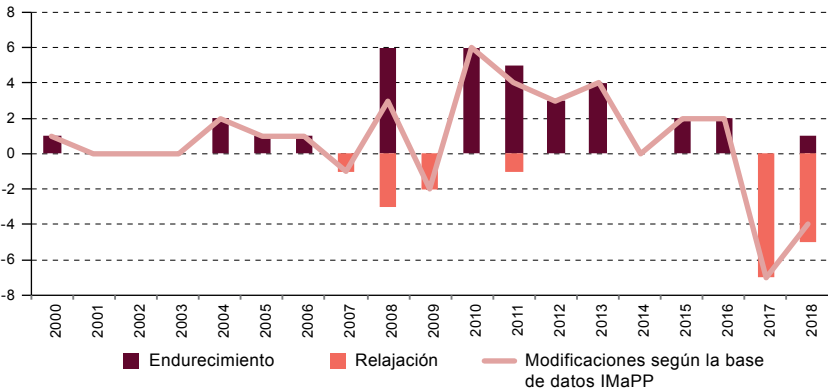
Según la base de datos IMaPP de Alam y otros (2019), el Perú ha sido un país muy activo en cuanto a la modificación de las políticas macroprudenciales y ocupa el segundo lugar después del Brasil en el presente estudio. Al igual que en otros de los países estudiados, en el Perú se han aplicado políticas macroprudenciales estructurales y acíclicas. No obstante, también se han puesto en marcha varias políticas macroprudenciales anticíclicas, que se reflejan en el número de políticas macroprudenciales que se relajaron durante este período. En el gráfico VI.25 se muestra el número de modificaciones que se han introducido en las políticas macroprudenciales desde 2000. Otras medidas, como la acumulación de reservas, no se toman en cuenta en el estudio.

Al examinar las políticas macroprudenciales del Perú se debe empezar por reconocer la acumulación de reservas de divisas, que se han triplicado desde 2005. Pero el examen muestra que las políticas macroprudenciales han tenido múltiples objetivos que atañen tanto a las vulnerabilidades externas como a las internas, a saber:

- Desincentivar el aumento de las entradas de capital.
- Reducir el grado de dolarización del sistema financiero.

- Aumentar la resiliencia del sistema y reducir la transmisión de riesgos.
- Reducir la amplitud del crecimiento del crédito y combatir su aceleración.
- Reducir el descalce de monedas y el riesgo y la exposición asociados a estas.

Gráfico VI.25
Perú: modificación de las políticas macroprudenciales, 2000-2018
(En número de modificaciones)



Fuente: Z. Alam y otros, "Digging deeper: evidence on the effects of macroprudential policies from a new database", *IMF Working Paper*, N° 19/66, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 2019.

Los estudios más completos sobre las políticas macroprudenciales que se han aplicado en el Perú son los de Choy y Chang (2014) y Rossini y Quispe (2017), que coinciden con la información que se obtiene de la base de datos IMA PP. Las medidas se pueden resumir en varios grupos:

- Provisión dinámica para préstamos incobrables establecida en 2008 y activada y desactivada en función del crecimiento del PIB.
- Requisitos de recursos propios más elevados en relación con los bancos de importancia sistémica nacional, establecido en julio de 2011.
- Encaje más elevado en relación con la deuda externa de las instituciones financieras.
- Encaje más elevado en relación con el pasivo en moneda extranjera de los bancos, medida que se endureció y relajó en función del ciclo de entradas. Se endureció en 2008 (antes de la crisis financiera mundial) y en 2010, 2011 y 2013, y se relajó en 2008 y 2009 (durante la crisis financiera mundial) y en 2017 y 2018.

- Encaje más elevado en relación con los depósitos de los no residentes: se relajó en 2008 y 2009 (durante la crisis financiera mundial) y en 2017, y se endureció en 2010, 2011 y 2016.
- Límites a las posiciones netas de los bancos en derivados en moneda extranjera (se establecieron en 2011).
- Límites a la exposición cambiaria de los bancos, que se endurecieron en 2010, 2011 y 2012. Como parte de esos límites se establecieron requisitos más elevados de recursos propios.
- Límites a los préstamos interbancarios, que se establecieron en julio de 2011.
- Ponderaciones de riesgo más elevadas en relación con los préstamos denominados en dólares destinados al consumo y con los préstamos hipotecarios (estos últimos en función de los ratios préstamo/valor). Esas ponderaciones se establecieron en 2013.
- Requisitos adicionales de liquidez en moneda nacional y extranjera, establecidos en 2012 y endurecidos en 2016 y 2018.
- Requisitos de recursos propios más elevados en relación con los préstamos destinados a las pymes. Se establecieron en 2013.
- Límites al volumen de operaciones en moneda extranjera que los fondos de pensiones pueden hacer.
- Límites a la adquisición de instrumentos de política monetaria por parte de no residentes del banco central, establecidos en 2010.

Otra medida que no aparece en la base de datos IMaPP pero que es significativa es la obligación de anunciar el precio de los bienes e inmuebles en moneda local (Armas 2016), para solidificar el papel del nuevo sol como unidad de cuenta. Armas (2016) señala que todavía hay margen para avanzar en cuanto a la denominación de las inversiones en infraestructura y de las tarifas de los servicios públicos.

Estas medidas tuvieron múltiples efectos, la mayoría de ellos positivos:

- La provisión dinámica para préstamos incobrables redujo la tasa de crecimiento del crédito. Según Minaya, Lupú y Cabello (2017), activar la provisión redujo la tasa en un 1,4%.
- Los límites a la deuda externa y a la deuda a corto plazo tuvieron el efecto deseado de disminuir el endeudamiento externo de los bancos y la deuda externa a corto plazo (Choy y Chang, 2014).
- El encaje más elevado impuesto en relación con la moneda extranjera tuvo el efecto positivo de reducir la dolarización de los depósitos.

- La ponderación más elevada del riesgo en relación con los préstamos denominados en moneda extranjera también llevó a que el crédito pasara de estar denominado en dólares a estar denominado en moneda local (Minaya, Lupú y Cabello, 2017).

En resumen, la políticas macroprudenciales aplicadas contribuyeron a resolver las vulnerabilidades externas e internas del sistema financiero peruano, tanto las estructurales (dolarización, riesgo sistémico y resiliencia) como las cíclicas (tasas de crecimiento del crédito).

F. Políticas macroprudenciales durante el COVID-19

En lo que se refiere al impacto macrofinanciero, la pandemia de COVID-19 tuvo un efecto similar en los países analizados y dio lugar a una respuesta semejante en lo que atañe a las políticas macroprudenciales. Esta conmoción también reveló algunas de las vulnerabilidades que se presentan en este estudio, como las condiciones negativas que implica la presencia de inversores no residentes en los mercados de deuda nacionales.

En la región se enfrentó una conmoción tanto externa como interna. Se produjeron salidas de capital sin precedentes, depreciaciones masivas y repentinas, y un aumento de las primas de riesgo soberano, todo ello agravado por la presencia de inversores no residentes (Bortz, Michelena y Toledo, 2020). Al principio cayó el precio de los productos básicos, pero esa caída se revirtió posteriormente, excepto en el caso del precio de los productos energéticos. En el ámbito nacional, a la caída de la actividad económica debida a las distintas medidas de confinamiento se sumaron graves perturbaciones financieras que se mencionan en los informes de estabilidad financiera publicados por cada banco central y en los informes del personal técnico del FMI sobre las consultas del artículo IV del Convenio Consultivo. Las políticas que se aplicaron a modo de respuesta fueron muy similares en todos los países del presente estudio, tanto en lo que atañe a los objetivos como en lo que respecta a los instrumentos.

El Banco Central del Brasil menciona graves perturbaciones en los mercados financieros nacionales, con un aumento de las coberturas complementarias, las necesidades de liquidez y la demanda de crédito (Banco Central del Brasil, 2020). En el país también hubo importantes salidas de capital que llevaron a que el tipo de cambio se depreciara de forma considerable y a que cayera el precio de los activos (por ejemplo, la bolsa de valores). En ese sentido, el Banco Central del Brasil puso en marcha diferentes tipos de medidas. En el frente externo, intervino en los mercados de divisas y proporcionó liquidez en divisas a las instituciones

financieras bancarias y no bancarias (Banco Central del Brasil, 2020, pág. 58). También hay que tener en cuenta que el Brasil aceptó que se estableciera una línea de permutas financieras con la Reserva Federal, medida que con el tiempo contribuyó a que disminuyera la presión sobre el tipo de cambio (Aguilar y Cantú, 2020). En el ámbito nacional, el Banco Central del Brasil puso en marcha un programa de compra de activos, redujo el encaje y los coeficientes obligatorios de cobertura de liquidez, instrumentó una línea temporal especial de liquidez, disminuyó los colchones de conservación de capital que se exigían, redujo los factores de ponderación del riesgo que se aplicaban a los préstamos destinados a las pequeñas y medianas empresas, suavizó las normas relativas a las fechas de pago de las obligaciones de los prestatarios y suspendió la distribución de dividendos y la recompra de acciones.

En el caso de Chile, también se enfrentó la mayor salida de capitales jamás registrada (Banco Central de Chile, 2020, pág. 17). Se observó un aumento de las tasas de interés de los préstamos locales al principio de la pandemia, así como distorsiones en la liquidez nacional, como ocurrió en otros países. Para aumentar los recursos en divisas, se obtuvo una Línea de Crédito Flexible (LCF) con el FMI. Para contrarrestar la volatilidad de las divisas, el Banco Central de Chile puso en práctica ventas de dólares, permutas de divisas y acuerdos de recompra (Banco Central de Chile, 2020). Proporcionó líneas de liquidez en dólares y en pesos chilenos, amplió el vencimiento de los programas y suspendió los requisitos relativos al descalce de plazos. También flexibilizó los coeficientes de cobertura de liquidez, ajustó las normas relativas a las provisiones para ayudar a los deudores que tenían dificultades y puso en marcha nuevas líneas de liquidez para favorecer los préstamos.

Además de la conmoción externa a la que se enfrentaron muchos países de la región, el perfil externo de Colombia se vio especialmente afectado por la caída de los precios del petróleo y la rebaja de la calificación crediticia del Estado. El gobierno amplió la LCF con el FMI. El Banco de la República intervino en el mercado a término de divisas y subastó permutas de divisas. También redujo el encaje, puso en marcha programas de compra de activos y flexibilizó los marcos de garantías. La Superintendencia Financiera de Colombia, por su parte, suavizó las condiciones que se imponían a los prestatarios para proteger su calificación crediticia durante la pandemia.

En México se aplicó una estrategia similar en cuanto a la respuesta macroprudencial. El Banco de México puso en práctica líneas de liquidez, redujo el encaje, amplió el marco de garantías, las líneas de liquidez en dólares y la oferta de derivados en moneda extranjera, y puso en marcha líneas de crédito dirigidas a los bancos para mantener un flujo adecuado

de crédito al sector privado y satisfacer el aumento de la demanda. Alivió los requisitos relativos al coeficiente de cobertura de liquidez y al colchón de conservación de capital, y aplazó el pago de los créditos.

Por último, en el Perú se aplicaron políticas destinadas a aumentar la oferta y la cobertura de divisas, y se llegó a acuerdos con instituciones internacionales al respecto. El banco central peruano participó en una línea de liquidez en dólares de la Reserva Federal de los Estados Unidos, y el país obtuvo una LCF del FMI. El banco central redujo el encaje, amplió las líneas de liquidez, suavizó los requisitos relativos a las provisiones y puso en marcha programas de compra de activos.

G. Resumen de las medidas y lecciones de política

En el cuadro VI.5 se resumen las medidas que se han mencionado en el presente estudio, por objetivo y por país. Evaluamos el efecto de estas políticas macroprudenciales de acuerdo con lo que se expresó anteriormente. En el anexo se ofrece una descripción más detallada de las medidas macroprudenciales aplicadas en cada una de las economías que se analizaron en este capítulo.

Cuadro VI.5
América Latina (5 países): resumen de políticas macroprudenciales

Objetivos	Medidas	País	Efecto
Vulnerabilidades externas	Límites al descalce de monedas de los bancos	Brasil, Chile, Colombia, México y Perú	Eficaz
	Límites a la exposición cambiaria de los prestatarios de los bancos	Chile	
	Encaje no remunerado sobre las entradas de cartera de no residentes	Brasil, Colombia y Perú	Relativamente eficaz
	Requisitos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera	México y Perú	
	Encaje más elevado en relación con la deuda externa de las instituciones financieras	Perú	Eficaz
	Encaje más elevado en relación con el pasivo en moneda extranjera de los bancos	Perú	Eficaz
	Encaje no remunerado, impuestos y límites a las posiciones netas en derivados en moneda extranjera	Brasil, Colombia y Perú	Relativamente eficaz
	Ponderaciones de riesgo más elevadas en relación con los préstamos denominados en dólares	Perú	Eficaz
	Límites al volumen de operaciones en moneda extranjera que los fondos de pensiones pueden hacer	Perú	Eficaz

Cuadro VI.5 (conclusión)

Objetivos	Medidas	País	Efecto
Vulnerabilidades externas	Límites a la inversión de los no residentes en determinados instrumentos y mercados	Perú	Eficaz
	Prohibición de tener depósitos en moneda extranjera	Brasil	Eficaz
	Límites para acceder al mercado de divisas	Brasil	Eficaz
	Encaje no remunerado y límites a los préstamos externos de corto plazo	Brasil	Eficaz
Basilea III	Provisión dinámica o anticíclica para préstamos incobrables	Chile, Colombia, México y Perú	Relativamente eficaz
	Coefficiente de cobertura de liquidez	Brasil, Chile y México	
	Coefficiente de financiación estable neta	Brasil y Chile	
	Colchón de conservación de capital	Brasil, Chile y México	
	Instituciones financieras de importancia sistémica	Chile, México y Perú	
	Razón de apalancamiento	Brasil y Chile	
Riesgo sistémico	Límites a las inversiones concentradas y a las que se realizan en entidades relacionadas	Chile y México	Eficaz
	Límites a los instrumentos que los bancos pueden utilizar para hacer operaciones e inversiones	Chile	Eficaz
	Límites a los préstamos interbancarios	Chile, México y Perú	Eficaz
	Límites al financiamiento interbancario a corto plazo	Chile	Eficaz
Amortiguación del ciclo de crédito	Requisitos de recursos propios en relación con determinados préstamos internos	Brasil y Perú	Relativamente eficaz
	Límites al ratio préstamo/valor	Chile y México	
	Encaje anticíclico	Brasil y Perú	Relativamente eficaz
	Límites e impuestos sobre el crédito al consumo	Brasil	Relativamente eficaz

Fuente: Elaboración propia.

No todas las medidas se aplicaron con los mismos objetivos. En algunos países, por ejemplo, se aplicó una razón de apalancamiento con el objetivo de cumplir con el marco de Basilea III, mientras que en otros, como Chile, la razón ya se había aplicado con anterioridad. Faltan datos sobre el impacto de algunas medidas, ya sea porque estas se adoptaron hace poco o porque hasta ahora no se han evaluado. En relación con otras medidas, los datos son contradictorios. Por ejemplo, se comprobó que el encaje anticíclico era más eficaz en las fases de contracción (ya que aliviaba las presiones de liquidez) que en las fases de expansión. Sin embargo, los datos relativos a la

provisión anticíclica para préstamos incobrables son opuestos. Las medidas como el encaje no remunerado y los impuestos a los no residentes tuvieron un éxito leve, pero sus efectos fueron mayores cuando se complementaron, por ejemplo, con impuestos sobre los derivados.

Las lecciones de política que se podrían extraer del presente estudio son las siguientes:

- En la región de América Latina se adoptó una perspectiva macroprudencial en relación con la regulación financiera incluso antes de la tendencia mundial de la actualidad. Esta perspectiva se observa sobre todo en las medidas que se adoptaron para contener la vulnerabilidad cambiaria. También obedece a características específicas e idiosincrásicas de las economías estudiadas, como la presencia de bancos extranjeros o el grado de interconexión dentro del sector bancario y entre los sectores financieros.
- En este sentido, el caso del Perú es claramente destacable porque allí se logró disminuir el grado de dolarización de los depósitos y los créditos al presionar a los bancos (entre otras medidas y junto con la estabilidad macroeconómica).
- Por lo tanto, hubo que complementar el enfoque de Basilea III, y todavía hay que complementarlo, con una mayor atención a las vulnerabilidades externas, que no se abordan a fondo en el marco macroprudencial mundial.
- Las nuevas vulnerabilidades no se concentran en los bancos, que están fuertemente regulados, sino en los prestatarios, y sobre todo en el endeudamiento externo del sector de las sociedades no financieras. En la región hay ejemplos de cómo hacer frente a estas nuevas vulnerabilidades, por ejemplo, los límites, los impuestos y el encaje aplicados al endeudamiento externo. Sin embargo, en la actualidad parece haberse adoptado una perspectiva de política diferente en la que se favorecen, por ejemplo, los instrumentos de cobertura emitidos por el sector privado.
- El hecho de que algunas medidas tengan un impacto diferente según se apliquen durante una fase de expansión o de contracción exige adoptar una perspectiva integral, global y holística respecto de la regulación macroprudencial, en que se vaya más allá de la regla de Tinbergen (Tinbergen, 1952) y se apliquen múltiples instrumentos a múltiples objetivos.

Bibliografía

- Agénor, P. y L. A. Pereira da Silva (2016), "Reserve requirements and loan loss provisions as countercyclical macroprudential instruments: a perspective from Latin America", *Policy Brief*, N° IDB-PB-250, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Aguilar, A. y C. Cantú (2020), "Monetary policy response in emerging market economies: why was it different this time?", *BIS Bulletin*, N° 32, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Ahmed, S. y A. Zlate (2014), "Capital flows to emerging market economies: a brave new world?", *Journal of International Money and Finance*, N° 48, B.
- Aizenman, J. y J. Lee (2007), "International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence", *Open Economies Review*, vol. 18, N° 2.
- Alam, Z. y otros (2019), "Digging deeper: evidence on the effects of macroprudential policies from a new database", *IMF Working Paper*, N° 19/66, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Alami, I. (2019), *Money Power and Financial Capital in Emerging Markets: Facing the Liquidity Tsunami*, Nueva York, Routledge.
- Armas, A. (2016), "Dolarización y desdolarización en el Perú", *Política y estabilidad monetaria en el Perú*, G. Yamada y D. Winkelried (eds.), Lima, Universidad del Pacífico.
- Arslanalp, S. y T. Tsuda (2014), "Tracking global demand for emerging market sovereign debt", *IMF Working Paper*, N° 14/39, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Avdjiev, S., M. Chui y H. S. Shin (2014), "Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows", *BIS Quarterly Review*, Banco de Pagos Internacionales (BPI), diciembre.
- Avdjiev, S., P. McGuire y G. von Peter (2020), "International dimensions of EME corporate debt", *BIS Quarterly Review*, Banco de Pagos Internacionales (BPI), junio.
- Avdjiev, S., R. N. McCauley y H. S. Shin (2016), "Breaking free of the triple coincidence in international finance", *Economic Policy*, vol. 31, N° 87.
- Banco Central de Chile (2020), *Informe de estabilidad financiera: primer semestre 2020*, Santiago.
- Banco Central del Brasil (2020), *Financial Stability Report*, vol.19, N° 2, Brasilia, octubre.
- Banco de la República (2020), *Reporte de estabilidad financiera: primer semestre 2020*, Bogotá.
- Barbone Gonzalez, R. y otros (2019), "Hedger of last-resort: evidence from Brazilian FX interventions, local credit and global financial cycle", *BIS Working Papers*, N° 832, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Baumann, B. A. y K. P. Gallagher (2012), "Navigating capital flows in Brazil and Chile", *Initiative for Policy Dialogue Working Paper Series*, N° 266, Nueva York, Universidad de Columbia.
- Blanco Barroso, J. B. y otros (2020), "Countercyclical liquidity policy and credit cycles: evidence from macroprudential and monetary policies in Brazil", *Working Paper*, N° 537, Brasilia, Banco Central del Brasil.
- Bortz, P., G. Michelena y F. Toledo (2020), "A gathering of storms: the impact of COVID-19 pandemic on the balance of payments of emerging markets and developing economies (EMDEs)", *International Journal of Political Economy*, vol. 49, N° 4.

- Budnevich, C., N. Favreau y E. Pérez Caldentey (2021), "Chile's thrust towards financial instability", *Investigación Económica*, vol. 80, N° 315.
- Bush, G. y otros (2021), "Macroprudential policy and the inward transmission of monetary policy: the case of Chile, Mexico and Russia", *Review of International Economics*, vol. 29, N° 1.
- Cantú, C., T. Goel y J. Schanz (2020), "EME government debt: cause for concern?", *BIS Quarterly Review*, Banco de Pagos Internacionales (BPI), junio.
- Cerutti, E., S. Claessens y L. Laeven (2017), "The use and effectiveness of macroprudential policies: new evidence", *Journal of Financial Stability*, vol. 28, C.
- Chile, Ministerio de Hacienda (2020), *Informe anual fondos soberanos 2019*, Santiago.
- Chinn, M. D. y H. Ito (2006), "What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions", *Journal of Development Economics*, vol. 81, N° 1.
- Choy, M. y G. Chang (2014), "Medidas macroprudenciales aplicadas en Perú", *Revista Estudios Económicos*, vol. 27, junio.
- Cifuentes, R., S. Claro y A. Jara (2017), "Macroeconomic and financial volatility and macroprudential policies in Chile", *BIS Papers*, N° 94, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Coppola, A. y otros (2020), "Redrawing the map of global capital flows: the role of cross-border financing and tax havens", *NBER Working Paper*, N° 26855, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER).
- Costa de Moura, M. y F. Bandeira (2017), "Macroprudential policy in Brazil", *BIS Papers*, N° 94, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Fabiani, A. y otros (2021), "Capital controls, domestic macroprudential policy and the bank lending channel of monetary policy", *Working Paper Series*, N° 2021-06, Corporación Federal de Garantía de Depósitos (CFGD), mayo.
- Federico, P., C. A. Vegh y G. Vuletin (2014), "Reserve requirement policy over the business cycle", *Working Paper*, N° 20612, National Bureau of Economic Research (NBER).
- Fendoğlu, S. (2017), "Credit cycles and capital flows: effectiveness of the macroprudential policy framework in emerging market economies", *Working Paper*, N° 17/13, Central Bank of the Republic of Türkiye.
- Fernández, A. y otros (2016), "Capital control measures: a new dataset", *IMF Economic Review*, vol. 64, N° 3.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2020), "Colombia: 2020 article IV consultation. Press release; staff report; and statement by the Executive Director for Colombia", *Country Report*, N° 20/104, Washington, D.C.
- _____(2018a), "Brazil: financial system stability assessment", *Country Report*, N° 18/339, Washington, D.C.
- _____(2018b), "Chile: selected issues paper", *Country Report*, N° 18/312, Washington, D.C.
- _____(2018c), "Peru: financial system stability assessment", *Country Report*, N° 18/238, Washington, D.C.
- _____(2016), "Mexico: financial system stability assessment", *Country Report*, N° 16/361, Washington, D.C.
- _____(2013a), "Brazil: technical note on macroprudential policy framework", *Country Report*, N° 13/148, Washington, D.C.
- _____(2013b), "Colombia: financial system stability assessment", *Country Report*, N° 13/50, Washington, D.C.

- (2009), “Colombia: 2008 article IV consultation. Staff report; staff statement; public information notice on the Executive Board Discussion; and statement by the Executive Director for Colombia”, *Country Report*, N° 09/23, Washington, D.C.
- (2008), “Colombia: 2007 article IV consultation. Staff report; staff supplement; and public information notice on the Executive Board Discussion”, *Country Report*, N° 08/31, Washington, D.C.
- Galati, G. y R. Moessner (2018), “What do we know about the effects of macroprudential policy?”, *Economica*, vol. 85, N° 340.
- (2013), “Macroprudential policy — a literature review”, *Journal of Economic Surveys*, vol. 27, N° 5.
- Gambacorta, L. y A. Murcia (2020), “The impact of macroprudential policies in Latin America: an empirical analysis using credit registry data”, *Journal of Financial Intermediation*, vol. 42, abril.
- Goldfajn, I. y A. Minella (2007), “Capital flows and controls in Brazil: what have we learned?”, *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, S. Edwards (ed.), Chicago, University of Chicago Press.
- Gómez, T., A. Jara y D. Moreno (2020), “International and domestic interactions of macroprudential and monetary policies: the case of Chile”, *Documento de Trabajo*, N° 870, Santiago, Banco Central de Chile.
- Hofmann, B., I. Shim y H. S. Shin (2020), “Emerging market economy exchange rates and local currency bond markets amid the COVID-19 pandemic”, *BIS Bulletin*, N° 5, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Jácome, L. L., E. W. Nier y P. Imam (2012), “Building blocks for effective macroprudential policies in Latin America: institutional considerations”, *Working Paper*, N° 12/183, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Jeanne, O. y R. Rancière (2011), “The optimal level of international reserves for emerging market countries: a new formula and some applications”, *The Economic Journal*, vol. 121, N° 555.
- Kaltenbrunner, A. y J. P. Paineira (2015), “Developing countries’ changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: the Brazilian experience”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 39, N° 5.
- Laeven, L. y F. Valencia (2020), “Systemic banking crises database II”, *IMF Economic Review*, vol. 68, N° 2, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- McCauley, R., P. McGuire y V. Sushko (2015), “Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage”, *BIS Working Papers*, N° 483, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Minaya, E., J. Lupú y M. Cabello (2017), “Macroprudential policies in Peru: the effects of dynamic provisioning and conditional reserve requirements”, *BIS Working Paper*, N° 675, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Oliveira, M. (2017), “Three essays on macroprudential policy”, tesis de doctorado, Universidad Federal de Río de Janeiro.
- Oliveira, M., V. Luporini y L. A. Licha (2018), “Macroprudential policy debate, concepts and the Brazilian context”, *Brazilian Keynesian Review*, vol. 4, N° 1.
- Osorio, D. (2021), “Credible exchange rate flexibility and FX macroprudential policy in Colombia”, documento presentado en UNCTAD-ECLAC Experts Workshop on Financial Stability, Macroprudential Regulation and International Capital Flows, 15 y 16 de abril.

- Pereira da Silva, L. A. y R. Harris (2013), "Sailing through the global financial storm", *Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets*, O. Canuto y S. Ghosh (eds.), Washington, D.C., Banco Mundial.
- Raddatz, C. y R. Vergara (2016), "Macroprudential policies: general analysis and look into the Chilean experience", *Documentos de Política Económica*, N° 59, Santiago, Banco Central de Chile.
- Rojas Quiroz, C. (2017), "Políticas monetaria y macroprudencial óptimas post-Basilea III", *Revista Estudios Económicos*, vol. 33, Banco Central de Reserva del Perú, agosto.
- Rossini, R. y Z. Quispe (2017), "Implementation of macroprudential policy in Peru", *BIS Papers*, N° 94, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Ruiz, J. y otros (2014), *El uso de las políticas macroprudenciales en América Latina: ¿qué, cómo y por qué?*, BBVA Research.
- Sánchez, M. (2015), "Understanding macroprudential instruments and their impact", documento presentado en el seminario Financial Stability: Designing and Implementing Macroprudential Policy, Windsor, 21 de abril.
- Tarashev, N., S. Avdjiev y B. Cohen (2016), *International Capital Flows and Financial Vulnerabilities in Emerging Market Economies: Analysis and Data Gaps*, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Tinbergen, J. (1952), *On the Theory of Economic Policy*, Ámsterdam, North Holland Publishing Company.
- Tovar, C., M. García-Escribano y M. V. Martín (2012), "Credit growth and the effectiveness of reserve requirements and other macroprudential instruments in Latin America", *Working Paper*, N° 12/142, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Vargas, H., P. Cardozo y A. Murcia (2017), "The macroprudential policy framework in Colombia", *BIS Papers*, N° 94, Banco de Pagos Internacionales (BPI).

Anexo VI.A1

Medidas macroprudenciales en algunos países de América Latina

Cuadro VI.A1.1

Chile: medidas macroprudenciales

País	Contexto	Objetivo/meta	Medidas	Tipo de mercado, agente o flujo que se regula	Control de precio o de cantidad	Corto o largo plazo
Chile	Después de la crisis financiera y de la deuda externa de los años ochenta	Reducir la vulnerabilidad externa	Límites al descalce de monedas de los bancos	Sector financiero	Cantidad	Corto plazo
	Después de la crisis de Asia Oriental	Reducir la vulnerabilidad externa	Límites a la exposición cambiaria de los prestatarios de los bancos	Sector privado no financiero	Cantidad	Largo plazo
	Creación del marco macroprudencial del Consejo de Estabilidad Financiera	Cumplir con Basilea III	Provisión dinámica o anticíclica para préstamos incobrables	Sector privado no financiero	Cantidad	Corto plazo
	Creación del marco macroprudencial del Consejo de Estabilidad Financiera	Cumplir con Basilea III	Coefficiente de financiación estable neta	Sector financiero	Cantidad	Largo plazo
	Creación del marco macroprudencial del Consejo de Estabilidad Financiera	Cumplir con Basilea III	Institución financiera de importancia sistémica	Sector financiero	Precio	Largo plazo
	Después de la crisis de la deuda externa de los años ochenta	Cumplir con Basilea III	Razón de apalancamiento	Sector financiero	Cantidad	Largo plazo
	Después de la crisis financiera y de la deuda externa de los años ochenta	Cumplir con Basilea III	Límites a las inversiones concentradas y a las que se realizan en entidades relacionadas	Sector financiero y no financiero	Cantidad	Largo plazo
	Después de la crisis financiera y de la deuda externa de los años ochenta	Reducir el riesgo sistémico	Límites a los instrumentos que los bancos pueden utilizar para hacer operaciones e inversiones	Sector financiero	Cantidad	Corto plazo
	Después de la crisis financiera y de la deuda externa de los años ochenta	Reducir el riesgo sistémico	Límites a los préstamos interbancarios	Sector financiero	Cantidad	Largo plazo
	Después de la crisis de Asia Oriental	Reducir el riesgo sistémico	Límites al financiamiento interbancario a corto plazo	Sector financiero	Cantidad	Largo plazo
	Aumento del crédito interno en la década de 2000	Amortiguar el ciclo del crédito	Límites al ratio préstamo/valor	Sector privado no financiero	Cantidad	Corto plazo

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Z. Alam y otros, “Digging deeper: evidence on the effects of macroprudential policies from a new database”, *IMF Working Paper*, N° 19/66, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 2019.

Cuadro VI.A1.2
Colombia: medidas macroprudenciales

País	Contexto	Objetivo/meta	Medidas	Tipo de mercado, agente o flujo que se regula	Control de precio o de cantidad	Corto o largo plazo
Colombia	Después de la crisis de 1998	Reducir la vulnerabilidad externa	Límites al descalce de monedas de los bancos	Sector financiero	Cantidad	Largo plazo
	Aumento de las entradas de capital	Reducir la vulnerabilidad externa	Encaje no remunerado sobre las entradas de cartera de no residentes	Inversores extranjeros	Precio	Corto plazo
	Aumento de las entradas de capital	Reducir la vulnerabilidad externa	Encaje no remunerado, impuestos y límites a las posiciones netas en derivados en moneda extranjera	Inversores extranjeros	Precio	Corto plazo
	Después de la crisis de 1998	Reducir el riesgo sistémico	Ratios préstamo/valor	Sector financiero	Cantidad	Largo plazo
	Después de la crisis de 1998	Reducir el riesgo sistémico	Límites a los ratios de endeudamiento	Sector financiero		Largo plazo
	Auge del crédito	Amortiguar el ciclo del crédito	Provisión dinámica o anticíclica para préstamos incobrables	Sector financiero	Cantidad	Corto plazo

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Z. Alam y otros, "Digging deeper: evidence on the effects of macroprudential policies from a new database", *IMF Working Paper*, N° 19/66, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 2019.

Cuadro VI.A1.3
Brasil: medidas macroprudenciales

País	Contexto	Objetivo/meta	Medidas	Tipo de mercado, agente o flujo que se regula	Control de precio o de cantidad	Corto o largo plazo
Brasil	Regulación bancaria de la década de 1960	Reducir la vulnerabilidad externa	Límites al descalce de monedas de los bancos	Sector financiero	Cantidad	Largo plazo
	Aumento de las entradas de capital	Reducir la vulnerabilidad externa	Encaje no remunerado sobre las entradas de cartera de no residentes	Sector financiero	Precio	Corto plazo
	Aumento de las entradas de capital	Reducir la vulnerabilidad externa	Encaje no remunerado, impuestos y límites a las posiciones netas en derivados en moneda extranjera	Inversores extranjeros	Precio	Corto plazo
	Regulación bancaria de la década de 1960	Reducir la vulnerabilidad externa	Límites para acceder al mercado de divisas	Sector privado	Cantidad	
	Aumento de las entradas de capital	Reducir la vulnerabilidad externa	Encaje no remunerado y límites a los préstamos externos de corto plazo	Inversores extranjeros y sector privado nacional	Precio	Corto plazo
	Regulación bancaria de la década de 1960	Reducir la vulnerabilidad externa	Prohibición de tener depósitos en moneda extranjera	Sector privado	Cantidad	Largo plazo
	Creación del marco macroprudencial del Consejo de Estabilidad Financiera	Cumplir con Basilea III	Coefficiente de cobertura de liquidez	Sector financiero	Cantidad	Largo plazo
	Creación del marco macroprudencial del Consejo de Estabilidad Financiera	Cumplir con Basilea III	Coefficiente de financiación estable neta	Sector financiero	Cantidad	Largo plazo
	Creación del marco macroprudencial del Consejo de Estabilidad Financiera	Cumplir con Basilea III	Colchón de conservación de capital	Sector financiero	Cantidad	Corto plazo
	Creación del marco macroprudencial del Consejo de Estabilidad Financiera	Cumplir con Basilea III	Razón de apalancamiento	Sector financiero	Cantidad	Largo plazo
	Auge del crédito	Amortiguar el ciclo del crédito	Requisitos de recursos propios en relación con determinados préstamos internos	Sector financiero	Cantidad	Corto plazo
	Creación del marco macroprudencial del Consejo de Estabilidad Financiera	Amortiguar el ciclo del crédito	Encaje anticíclico	Sector financiero	Cantidad	Corto plazo
Auge del crédito	Amortiguar el ciclo del crédito	Límites e impuestos sobre el crédito al consumo	Sector privado no financiero	Precio y cantidad	Corto plazo	

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Z. Alam y otros, "Digging deeper: evidence on the effects of macroprudential policies from a new database", *IMF Working Paper*, N° 19/66, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 2019.

Cuadro VI.A1.4
México: medidas macroprudenciales

País	Contexto	Objetivo/meta	Medidas	Tipo de mercado, agente o flujo que se regula	Control de precio o de cantidad	Corto o largo plazo
México	Después de la crisis externa y financiera de 1994	Reducir la vulnerabilidad externa	Límites al descalce de monedas de los bancos	Sector financiero	Cantidad	Corto plazo
	Aumento de las entradas de capital	Reducir la vulnerabilidad externa	Requisitos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera	Sector financiero	Cantidad	Corto plazo
	Creación del marco macroprudencial del Consejo de Estabilidad Financiera	Cumplir con Basilea III	Provisión dinámica o anticíclica para préstamos incobrables	Sector financiero	Cantidad	Corto plazo
	Creación del marco macroprudencial del Consejo de Estabilidad Financiera	Cumplir con Basilea III	Coefficiente de cobertura de liquidez	Sector financiero	Cantidad	Corto plazo
	Creación del marco macroprudencial del Consejo de Estabilidad Financiera	Cumplir con Basilea III	Colchón de conservación de capital	Sector financiero	Cantidad	Corto plazo
	Creación del marco macroprudencial del Consejo de Estabilidad Financiera	Cumplir con Basilea III	Instituciones financieras de importancia sistémica	Sector financiero	Cantidad	Largo plazo
	Concentración del sistema financiero	Reducir el riesgo sistémico	Límites a las inversiones concentradas y a las que se realizan en entidades relacionadas	Sector financiero	Cantidad	Corto plazo
	Concentración del sistema financiero	Reducir el riesgo sistémico	Límites a los préstamos interbancarios	Sector financiero	Cantidad	Corto plazo
	Auge del crédito	Amortiguar el ciclo del crédito	Límites al ratio préstamo/valor	Sector financiero	Cantidad	Corto plazo

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Z. Alam y otros, "Digging deeper: evidence on the effects of macroprudential policies from a new database", *IMF Working Paper*, N° 19/66, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 2019.

Cuadro VI.A1.5
Perú: medidas macroprudenciales

País	Contexto	Objetivo/meta	Medidas	Tipo de mercado, agente o flujo que se regula	Control de precio o de cantidad	Corto o largo plazo
Perú	Dolarización de los créditos y los depósitos	Reducir la vulnerabilidad externa	Límites al descalce de monedas de los bancos	Sector financiero	Cantidad	Corto plazo
	Aumento de las entradas de capital	Reducir la vulnerabilidad externa	Encaje no remunerado sobre las entradas de cartera de no residentes	Inversores extranjeros	Precio	Corto plazo
	Dolarización de los créditos y los depósitos	Reducir la vulnerabilidad externa	Requisitos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera	Sector financiero	Cantidad	Corto plazo
	Aumento de las entradas de capital	Reducir la vulnerabilidad externa	Encaje más elevado en relación con la deuda externa de las instituciones financieras	Sector financiero	Precio	Corto plazo
	Dolarización de los créditos y los depósitos	Reducir la vulnerabilidad externa	Encaje más elevado en relación con el pasivo en moneda extranjera de los bancos	Sector financiero	Precio	Corto plazo
	Aumento de las entradas de capital	Reducir la vulnerabilidad externa	Encaje no remunerado, impuestos y límites a las posiciones netas en derivados en moneda extranjera	Inversores extranjeros y sector financiero	Precio	Corto plazo
	Dolarización de los créditos y los depósitos	Reducir la vulnerabilidad externa	Ponderaciones de riesgo más elevadas en relación con los préstamos denominados en dólares	Sector financiero	Cantidad	Largo plazo
	Dolarización de los créditos y los depósitos	Reducir la vulnerabilidad externa	Límites al volumen de operaciones en moneda extranjera que los fondos de pensiones pueden hacer	Fondos de pensiones	Cantidad	Corto plazo
	Aumento de las entradas de capital	Reducir la vulnerabilidad externa	Límites a la inversión de los no residentes en determinados instrumentos y mercados	Inversores extranjeros	Cantidad	Largo plazo
	Auge del crédito	Cumplir con Basilea III	Provisión dinámica o anticíclica para préstamos incobrables	Sector financiero	Cantidad	Corto plazo
	Creación del marco macroprudencial del Consejo de Estabilidad Financiera	Cumplir con Basilea III	Instituciones financieras de importancia sistémica	Sector financiero	Cantidad	Largo plazo
	Creación del marco macroprudencial del Consejo de Estabilidad Financiera	Reducir el riesgo sistémico	Límites a los préstamos interbancarios	Sector financiero	Cantidad	Largo plazo
	Auge del crédito	Amortiguar el ciclo del crédito	Requisitos de recursos propios en relación con determinados préstamos internos	Sector financiero	Cantidad	Corto plazo
Creación del marco macroprudencial del Consejo de Estabilidad Financiera	Amortiguar el ciclo del crédito	Encaje anticíclico	Sector financiero	Precio	Corto plazo	

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Z. Alam y otros, "Digging deeper: evidence on the effects of macroprudential policies from a new database", *IMF Working Paper*, N° 19/66, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 2019.

Capítulo VII

Un marco para interpretar las políticas macroprudenciales en la era de la financierización

*Matías Vernengo*¹

Introducción

Teniendo en cuenta la necesidad urgente de lograr la estabilidad macroeconómica, en este informe se evaluará y analizará el uso de medidas macroprudenciales para apoyar las políticas formuladas en respuesta y las estrategias destinadas a que en los países de ingreso bajo y mediano de América Latina y el Caribe se mantenga el espacio de políticas necesario para hacer frente a los efectos económicos inmediatos y prepararse para el camino hacia la recuperación. En el documento también se examinará cómo inciden las políticas macroprudenciales en la economía real y en la posibilidad de reconstruir formulando políticas mejores que puedan contribuir a que se obtenga financiamiento y a reducir la incertidumbre de modo que se hagan las inversiones necesarias para evitar la restricción externa y promover sectores respetuosos con el medio ambiente, en particular para fomentar la transición hacia la energía limpia. Se presenta una crítica del enfoque del Fondo Monetario

¹ Universidad Bucknell.

Internacional (FMI) y un breve marco alternativo basado en los estudios de caso realizados, con especial énfasis en el de América Latina y el Caribe. También se analizan brevemente algunas políticas que se proponen en relación con la crisis actual, que están en consonancia con los estudios de caso y el marco alternativo formulado.

A. Los orígenes y la evolución de las políticas macroprudenciales

Desde una perspectiva histórica, lo que se podría denominar regulación macroprudencial tiene su origen en la transición del Banco de Inglaterra hacia un banco central moderno (Goodhart, 2011a)². Desde ese punto de vista, los bancos centrales modernos también se preocupaban por la estabilidad financiera del sistema en su conjunto, y las primeras regulaciones que impusieron podrían considerarse el germen de un marco macroprudencial. Las políticas microprudenciales, que según la visión habitual están esencialmente relacionadas con la solidez de las instituciones individuales, serían más limitadas que las regulaciones macroprudenciales, que se ocupan del riesgo sistémico y del funcionamiento del sistema financiero como un todo. En ese contexto, el motivo central de las recesiones financieras es la existencia de riesgo sistémico, aunque el concepto no estaba plenamente desarrollado en aquel período. En los Estados Unidos no hubo una regulación efectiva de los mercados financieros desde alrededor de 1832, cuando Andrew Jackson se negó a renovar la autorización del Segundo Banco de los Estados Unidos, hasta la guerra civil. Fue solo en 1913, cuando se promulgó la Ley de la Reserva Federal, que se creó un banco central propiamente dicho, si bien es cierto que, desde la época de la guerra civil, el Tesoro actuó en cierta medida como banco central, al emitir una moneda nacional respaldada por valores del gobierno (Wood, 2005). El pánico bancario, nombre que se les daba a las crisis financieras en el siglo XIX, era habitual y ocurría cada vez con más frecuencia. Eso también ocurrió en el período posterior a la guerra civil, con las crisis de 1873, 1884, 1893 y 1907.

² En este sentido, la noción de banco central moderno se ajusta a la definición que Goodhart (2011a) utilizó para referirse al Banco de Inglaterra de finales del siglo XIX, una vez surgida la preocupación por la estabilidad financiera y de los precios, en particular después de que se comenzara a desempeñar el papel de prestamista de última instancia. Obsérvese que, según otros puntos de vista, se puede considerar que los bancos centrales originales eran unas instituciones más antiguas, que eran bancos públicos o semipúblicos, que no necesariamente emitían billetes y que actuaban sobre todo como agentes fiscales del Estado (Vernengo, 2016; Bindseil, 2019).

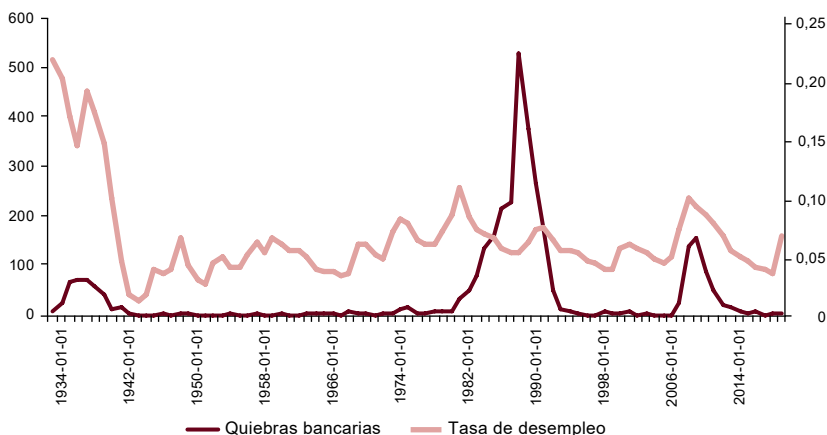
A finales del siglo XIX surgió la preocupación por los monopolios y se aprobaron nuevas leyes que tenían por objeto regular los grandes trust³. El surgimiento de la era regulatoria y de lo que podría denominarse Estado regulador de la llamada Era Progresista se vio reforzado por las políticas del Nuevo Pacto (*New Deal*) de los años treinta. Los cambios regulatorios icónicos de ese período fueron la reforma de la Reserva Federal asociada a la Ley Glass-Steagall de 1933, en que se separaron las actividades de los bancos comerciales y los de inversión, la creación de la Comisión de Bolsa y Valores el año siguiente y la centralización del poder en la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de Washington D. C., tras la *Banking Act* de 1935. La creación del seguro de depósitos y las normas de divulgación de información y de conflictos de intereses desempeñaron un papel primordial para evitar las imperfecciones del mercado que, en opinión de muchos, fueron fundamentales para entender las causas de la Gran Depresión (McColloch y Vernengo, 2020).

La necesidad de regular los mercados financieros y de que haya un banco central suele basarse en la noción de que esos mercados son diferentes de otros y son propensos a las crisis (Goodhart, 1987). Ese punto de vista se asemeja por cierto al de Keynes, según el cual los mercados financieros funcionaban en condiciones de lo que él llamaba un concurso de belleza, opinión que fue desarrollada por algunos de sus seguidores, en particular Hyman Minsky (1986), quien sugirió que la estabilidad de esos mercados era desestabilizadora en sí misma.

La importante reducción del número de crisis bancarias en el período en que se impuso la regulación financiera desde principios de los años treinta hasta mediados de esa década y en el período de desregulación que comenzó en los setenta permite medir la eficacia de las medidas (Eatwell y Taylor, 2001). Esto surge con claridad de los datos que se presentan en el gráfico VII.1. Como se puede observar, el período transcurrido desde la década de 1940 hasta la de 1970, que se asocia con la era de Bretton Woods, también estuvo marcado por la ausencia de quiebras bancarias y por niveles relativamente bajos de desempleo.

³ Eso ocurrió en la época en que la economía se profesionalizó como disciplina, se establecieron mecanismos por los que el nivel del trabajo de los economistas debía ser juzgado por sus propios pares, y la economía marginalista o neoclásica se convirtió en el paradigma teórico dominante. Según ese nuevo enfoque, los mercados asignaban los recursos de forma óptima; no obstante, la mayor parte de la generación inicial de economistas asociados a la escuela neoclásica pensaba que los fallos del mercado eran frecuentes (aunque ese término todavía no se había acuñado), y que la intervención del gobierno era necesaria en ese contexto. Véase McColloch y Vernengo (2020).

Gráfico VII.1
Estados Unidos: quiebras bancarias y tasa de desempleo, 1934-2020
 (En número y porcentajes)



Fuente: Banco de la Reserva Federal de St. Louis, Federal Reserve Economic Data (FRED) [base de datos en línea] <https://fred.stlouisfed.org> y Oficina de Estadísticas Laborales [en línea] <https://www.bls.gov/>.

Nota: Los datos de quiebras bancarias corresponden al 1 de enero de cada año, y los de desempleo corresponden a diciembre de cada año.

Cabe señalar que la desregulación fue, en su mayor parte, el resultado de complejos acontecimientos históricos relacionados con el fin de la edad de oro del capitalismo, pero no exigió la anulación completa del marco teórico que había sustentado el surgimiento del Estado regulador. La principal diferencia entre el impulso regulador de la época anterior y el predominio de las opiniones favorables a la desregulación financiera que se hicieron cada vez más dominantes en la década de 1970 fue la idea de que, si bien los fallos del mercado eran frecuentes, los del gobierno debían considerarse aún peores. Cabe destacar que, mientras que el impulso de la regulación había recibido el apoyo intelectual de la revolución keynesiana, la agenda de la desregulación estuvo asociada a la contraofensiva de Milton Friedman (1953) —quien esgrimía el célebre argumento de que la especulación era estabilizadora— y, quizás, de manera más importante en este ámbito, a la noción de las hipótesis de los mercados eficientes formulada por Eugene Fama (1970) y Paul Samuelson (1965).

El resurgimiento de las quiebras bancarias y las crisis financieras a partir de la década de 1980, pero con mayor énfasis después de la crisis financiera mundial de 2007-2009, cuyo epicentro fue la quiebra de Lehman Brothers en 2008, tuvo un efecto sistémico importante y evidente, hizo más urgente la necesidad de volver a regular los mercados financieros y llevó a que hubiera consenso en que la desregulación había llegado demasiado lejos. Se hicieron visibles algunos esfuerzos nacionales e internacionales, y fue creciendo la preocupación por las instituciones financieras de

importancia sistémica, es decir, por los bancos e instituciones financieras que suponen un mayor riesgo para el sistema. Además, cada vez hubo más acuerdo en que era necesario que el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF), en consulta con el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) del Banco de Pagos Internacionales (BPI) y las autoridades nacionales, tuviera un mandato más sólido de impulsar la estabilidad financiera aumentando la supervisión bancaria y fomentando la cooperación a escala mundial, y de gestionar el riesgo sistémico que imponían las instituciones financieras de importancia sistémica mundial.

La evolución del marco actual del BPI relativo a la supervisión y la cooperación en materia de estabilidad financiera se remonta a los años ochenta, en los comienzos de la era de la desregulación. En ese marco se aceptó la noción de que la especulación era estabilizadora en términos generales, y de que los mercados financieros asignaban los recursos de forma eficiente y canalizaban el ahorro hacia los inversores. En particular, tras la crisis de la deuda de América Latina, que tuvo lugar en los años ochenta, la comunidad internacional acordó exigir un coeficiente mínimo de recursos propios en relación con los activos ponderados en función del riesgo, en lo que se conoció como el Acuerdo de Capital de Basilea, que posteriormente se denominó marco de Basilea I relativo al nivel de recursos propios⁴. En ese marco se aceptaba que la evaluación del riesgo estaba esencialmente en manos de las instituciones financieras y no de las autoridades reguladoras, lo que minimizaba la supervisión regulatoria. Las revisiones de los Acuerdos de Basilea comenzaron a finales de la década de 1990, y en ellas incidió en gran medida la serie de crisis financieras que se inició con la crisis del “tequila” que tuvo lugar en México en 1995 y continuó con la crisis asiática de 1997, la crisis rusa de 1998 y, en menor medida, la crisis brasileña y la argentina de 1999 y 2001, respectivamente.

En el marco de Basilea II, que empezó a formularse en 1998 y a aplicarse en 2004, se revisaron los requisitos mínimos de recursos propios, se reforzó el examen supervisor del nivel de esos recursos, y se destacó el papel de la disciplina de mercado para imponer prácticas bancarias sólidas. El nuevo marco se diseñó con el propósito de ampliar la comprensión de los riesgos subyacentes a los que se enfrentaban las instituciones financieras internacionales ante las importantes innovaciones financieras que habían surgido. En particular, el marco de Basilea II se basaba en determinar el riesgo de mercado, que no se contemplaba en el marco de Basilea I, evaluando la exposición crediticia a valor de mercado en lugar de a valor

⁴ El Acuerdo de Basilea fue esencialmente un acuerdo entre el Grupo de los Diez (G10) para gestionar el riesgo de crédito aplicando normas mínimas comunes de capital a los bancos. Las normas se comenzaron a aplicar a partir de 1992. En aquella época se consideraba que el riesgo de crédito era el principal riesgo sistémico para el funcionamiento del sistema financiero internacional. Véase la historia de los Acuerdos de Basilea en Goodhart (2011b).

contable. Se hacía hincapié en fortalecer los mecanismos de supervisión y la transparencia del mercado para vigilar las regulaciones, con la idea de que el acceso a la información eliminaría algunas de las imperfecciones que daban lugar a crisis financieras recurrentes.

Como se ha señalado, la crisis financiera mundial puso de manifiesto que las normas de Basilea II eran insuficientes, y que las instituciones financieras tenían un apalancamiento excesivo y unas reservas de liquidez inadecuadas. El entorno de regulación deficiente, con captura regulatoria por parte del sector financiero, así como la prevalencia de incentivos perversos que llevaron a valorar de forma errónea los riesgos de crédito y liquidez, provocaron un crecimiento excesivo del crédito que dio lugar a un exceso de préstamos transfronterizos, fenómeno al que se le dio el nombre de “exceso de préstamos transfronterizos” (*global banking glut*) (Shin, 2012)⁵. El concepto de *global banking glut* mejora el de “exceso de ahorro” (*savings glut*) (Bernanke, 2005) porque hace hincapié en la idea de que la banca importa; sin embargo, ese concepto se basa en la noción de que la economía tiende al nivel óptimo y de que la regulación debe suavizar el ciclo financiero. El acuerdo regulatorio de Basilea III, por su parte, fue puesto en marcha por el BCBS en 2009 con el objeto de reducir el riesgo del sector bancario internacional exigiendo a los bancos que mantuvieran razones de apalancamiento adecuadas y niveles más elevados de capital de reserva disponible.

El capital básico de un banco está constituido por los recursos propios y las reservas declaradas que aparecen en sus estados financieros. Si un banco sufre pérdidas importantes, la exigencia de mantener un capital básico mínimo, es decir, los llamados requisitos de recursos propios de nivel 1, proporciona un colchón para reducir la tensión sin que se produzcan trastornos. Sin embargo, las entidades financieras también deben contar con un capital complementario, las reservas de nivel 2, que incluirían los fondos no declarados que no aparecen en los estados financieros de los bancos. Según el BPI (2017, pág. 1), la introducción de una razón de apalancamiento que sirva de colchón para limitar aún más el apalancamiento de los bancos de importancia sistémica mundial se complementaría añadiendo elementos macroprudenciales al marco regulador, de las siguientes maneras “(i) introduciendo ‘colchones’ de capital que se dotan durante las fases de coyuntura positiva para poder utilizarse en los momentos de tensión y limitar así la prociclicidad; (ii) estableciendo un régimen para grandes exposiciones al riesgo con el fin de mitigar los riesgos sistémicos derivados de las interrelaciones

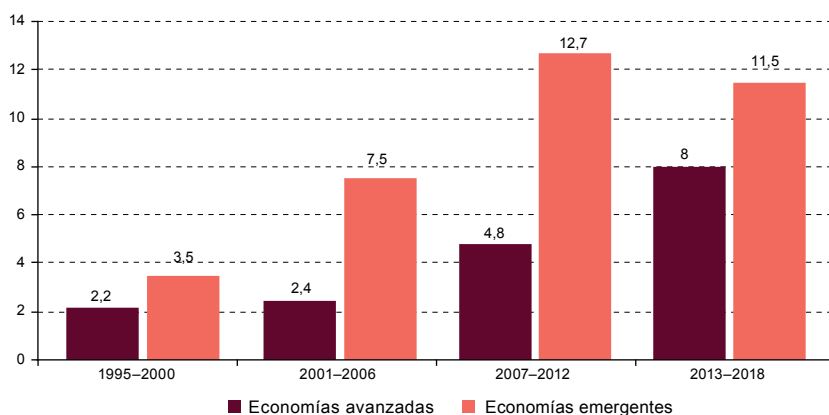
⁵ Shin (2012) afirmó que, cuando se tomaban en cuenta los flujos brutos de capital en lugar de los netos, el hecho de que el crédito hubiera aumentado en los Estados Unidos no se debía a un exceso de ahorro mundial, como había sugerido Bernanke (2005) y, por lo tanto, no era el resultado en cuenta corriente de un mayor ahorro en China que redujo la tasa de interés y dio lugar a incentivos perversos. En lugar de ello, fueron los flujos transfronterizos y los movimientos en la cuenta financiera y de capital los que permitieron a las instituciones financieras de importancia sistémica mundial asumir un riesgo excesivo y expandir demasiado el crédito.

entre las instituciones financieras y de la concentración de exposiciones; y (iii) añadiendo un colchón capital para hacer frente a las externalidades procedentes de bancos de importancia sistémica”.

En este sentido, las políticas macroprudenciales se consideran esencialmente un complemento de la política monetaria y se utilizan con el objetivo de reforzar el endurecimiento en las fases de auge para evitar nuevas crisis. La política monetaria y la regulación macroprudencial, asociadas sobre todo a la autoimposición de requisitos más estrictos de recursos propios y a la divulgación más transparente de información, se aplicarían para que el crédito no creciera de forma excesiva en los períodos de auge, y se deberían relajar durante las crisis como la que provocó la pandemia de COVID-19. La idea es que el ciclo del crédito sea menos procíclico. En Basilea III se ha puesto más énfasis en la naturaleza cíclica de las regulaciones macroprudenciales que se necesitan para hacer frente a un ciclo financiero mundial (Borio, 2019)⁶. El colchón de capital anticíclico funciona exigiendo a las instituciones financieras que aumenten las reservas de capital durante los períodos de auge, cuando el riesgo sistémico aumenta, y que luego las liberen cuando hay una recesión. También está claro que, como se muestra en el gráfico VII.2, desde la crisis financiera mundial el uso de políticas macroprudenciales ha aumentado tanto en las economías avanzadas como en los países en desarrollo.

Gráfico VII.2

Uso creciente de medidas macroprudenciales en el transcurso del tiempo, 1995-2018
(En número de medidas)



Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), *Informe Económico Anual 2018*, junio de 2018 [en línea] https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018_es.htm.

⁶ En cuanto a las herramientas macroprudenciales, el Acuerdo de Basilea III está basado en tres tipos de medidas: herramientas basadas en el capital, como los requisitos de recursos propios y los colchones de capital anticíclicos; herramientas basadas en la liquidez, como el requisito de contar con una determinada cobertura de liquidez, y herramientas basadas en los activos, que limitan la exposición a los ratios préstamo/valor o préstamo/ingresos. Véase BPI (2017).

La visión esencial es que las crisis financieras son producto de los fallos del mercado, y que también deben evitarse los fallos del gobierno que han exacerbado los problemas al imponer políticas procíclicas. La nueva regulación surge fundamentalmente de equilibrar los problemas asociados a la existencia de imperfecciones tanto del mercado como del gobierno⁷. Si bien cada vez son más los países que participan y se someten a las normas del BCBS y del Acuerdo de Basilea III, que en 2022 debería estar en pleno funcionamiento, no se puede subestimar el papel del FMI a la hora de replantear el papel de las políticas macroprudenciales y hacer que estas se apliquen en los países en desarrollo. La importancia del FMI al suministrar fondos a los países en desarrollo que tienen problemas con la balanza de pagos sitúa a la institución en el centro del replanteamiento de la macroeconomía y las políticas macroeconómicas, en particular de la regulación macroprudencial.

B. La postura del FMI sobre la regulación macroprudencial

Según una definición generalmente aceptada, la política macroprudencial es una política en que se emplean sobre todo herramientas prudenciales para limitar el riesgo financiero sistémico o de todo el sistema, y así limitar la incidencia de las perturbaciones que afectan la prestación de servicios financieros esenciales y que pueden tener graves consecuencias para la economía real; eso se lleva a cabo de las siguientes dos maneras: i) amortiguando la acumulación de desequilibrios financieros y creando defensas que permitan contener la velocidad y la agudeza de las posteriores fases descendentes y de sus efectos en la economía, y ii) detectando y corrigiendo las exposiciones habituales, las concentraciones de riesgo, los vínculos y las interdependencias que dan origen al contagio y al riesgo de que se produzcan efectos indirectos que pueden poner en peligro el funcionamiento del sistema en su conjunto (CEF/FMI/BPI, 2011, pág. 2). Como se puede apreciar, la preocupación se centra en la economía en su conjunto y en los efectos indirectos que puedan afectarla. El problema fundamental de la definición anterior es que hay algunas zonas grises en la distinción entre políticas macroprudenciales y controles de capital, que son dos conceptos que el FMI ha tratado como parte de su marco de gestión de los flujos de capital.

⁷ Li y Maskin (2021) sostienen que no hay ningún subcampo de la economía en que se presente una visión equilibrada de los fallos del mercado y del gobierno. Para los autores, los campos de la economía pública y la organización industrial se centran en los fallos del mercado y, a diferencia de lo que ocurre en el campo de las decisiones públicas, en ellos se ignora la posibilidad de que haya fallos del gobierno. Por ese motivo, los autores piden que haya un nuevo subcampo, que ellos denominan gobierno y economía, en que se estudie la interacción entre ambos tipos de fallos.

La opinión del FMI sobre el papel de las medidas de gestión de los flujos de capital, tanto las de control del capital como las macroprudenciales, ha cambiado tras la crisis financiera mundial. La mayor parte del análisis de las opiniones del FMI que se presenta en este informe se basa en el documento *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View* (FMI, 2012), y tiene por objeto explicar la teoría que fundamenta la visión del Fondo sobre la relación entre las políticas asociadas a los flujos de capital y las medidas macroprudenciales, así como la relación de esa teoría con la literatura convencional sobre el tema⁸. También se analiza otro documento más reciente titulado "Toward an integrated policy framework" (FMI, 2020a). Para el Fondo, los controles de capital y las medidas macroprudenciales, es decir, las políticas que afectan la gestión de los flujos de capital, tienen por objeto hacer frente al riesgo financiero sistémico y son, hasta cierto punto, complementarias, pero están dirigidas a problemas ligeramente diferentes y no son sustitutos perfectos entre sí. Este punto de vista se completa con la noción de que las políticas macroeconómicas tradicionales también complementan a las medidas de gestión de los flujos de capital.

Las medidas de control del capital están concebidas para limitar las entradas de capital, mientras que las macroprudenciales tienen por objeto reducir el riesgo financiero sistémico. La idea fundamental es que las medidas de control del capital deben utilizarse solo en circunstancias especiales para evitar la volatilidad asociada a las grandes variaciones de los flujos financieros, mientras que los riesgos financieros sistémicos que no están relacionados con los flujos de capital se enfrentan mejor con medidas macroprudenciales, que están destinadas de forma específica a hacer frente a esos desafíos (FMI, 2012, pág. 18). Es importante señalar que la opinión del FMI sobre la movilidad del capital no se ha modificado considerablemente, a pesar del debate sobre el cambio de la postura institucional (Gabel, 2019).

En el informe en que se expone la nueva visión institucional, el FMI dice que las medidas de gestión de los flujos de capital no deben sustituir las políticas macroeconómicas necesarias para hacer un ajuste externo justificado y lograr la estabilidad macroeconómica nacional y el funcionamiento eficaz del sistema monetario internacional; incluso cuando es deseable aplicar medidas de gestión de los flujos de capital, es esencial considerar su posible eficacia, ya que esta puede ser limitada, sobre todo si esas medidas no van acompañados del ajuste macroeconómico necesario (FMI, 2012, pág. 19). Cabe señalar que, según el FMI, las políticas necesarias

⁸ De conformidad con Forbes, Fratzscher y Straub (2015), sería mejor considerar las medidas de gestión de los flujos de capital como medidas que comprenden controles del capital y medidas macroprudenciales. En ese informe también se ofrece una perspectiva crítica sobre la visión convencional del papel de las medidas macroprudenciales y sobre la visión institucional del FMI.

para lograr el ajuste macroeconómico siguen siendo la imposición de un cierto grado de austeridad fiscal y la depreciación de la moneda para reducir los problemas de la balanza de pagos. Esto también es así en el Marco Integrado de Políticas (MIP), que se redactó bajo la dirección de Gita Gopinath, Consejera Económica y Directora del Departamento de Estudios (Basu y otros, 2020).

En sus palabras, aunque los mercados financieros presenten imperfecciones, el uso activo de intervenciones en el mercado de divisas, de medidas macroprudenciales y de medidas de gestión de los flujos de capital debería limitarse, por lo general, a las perturbaciones procedentes de los mercados financieros y no a las de la economía real (a menos que susciten problemas de estabilidad financiera); de ese modo, el modelo macroeconómico estándar, que proporciona una buena base de referencia a muchas economías avanzadas y a algunos mercados emergentes, está anidado en el modelo más amplio del MIP (FMI, 2020a, pág. 15). No se cuestiona seriamente el modelo estándar, y la separación convencional entre las variables reales y monetarias sigue siendo fundamental en el análisis. También se hace hincapié en la importancia de evitar las imperfecciones del mercado.

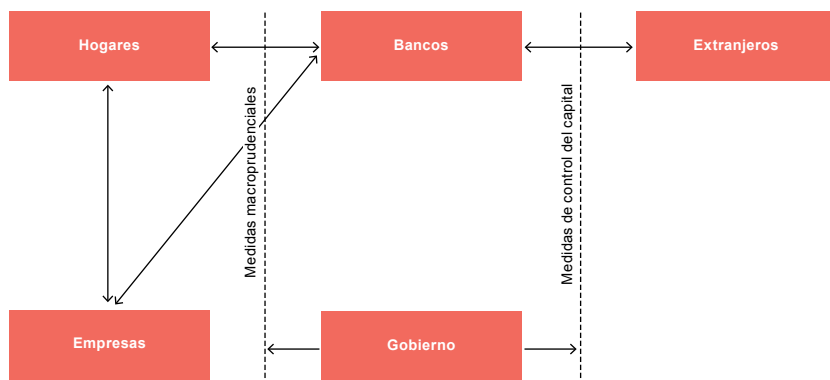
La explicación de por qué la movilidad del capital es necesaria sigue siendo la misma que se viene esgrimiendo desde los años cincuenta, aunque el mandato del Fondo fuera explícito sobre la conveniencia de aplicar controles de capital. En la sección 3 del artículo VI del Convenio Constitutivo del FMI dice que los países pueden “ejercer los controles que consideren necesarios para regular los movimientos internacionales de capital” (FMI, 2020b, pág. 21); sin embargo, el FMI recuerda que el derecho de los miembros a regular los movimientos internacionales de capital no es ilimitado (FMI, 2012, págs. 29-30), y sigue siendo partidario de liberalizar la cuenta de capital, aunque de forma más atenuada. El FMI afirma que liberalizar los flujos de capital consiste en eliminar las medidas de gestión de esos flujos. La liberalización no excluye que se mantengan medidas prudenciales ni que se vuelvan a imponer medidas de gestión de los flujos de capital de forma temporal en determinadas circunstancias, si esos flujos plantean riesgos para la estabilidad macroeconómica o el sistema financiero (FMI, 2012, pág. 35).

La opinión sobre la movilidad del capital sigue siendo en su inmensa mayoría que esta es algo positivo que en lo posible se debe preservar. El FMI afirma que liberalizar la cuenta de capital no es obligatorio en su marco jurídico. Sin embargo, hay consenso en que el hecho de que el capital circule puede suponer importantes beneficios para el país en cuestión, así como para la economía mundial, siempre que se cumplan en un grado suficiente unas condiciones previas importantes para que la apertura de la cuenta

de capital dé buenos resultados, en particular que haya un marco sólido de regulación y supervisión. Un objetivo a largo plazo importante para los países del G20 debería ser establecer, a nivel nacional e internacional, mediante una mayor cooperación, las condiciones que permitieran a los miembros aprovechar los beneficios de la libre circulación del capital, y al mismo tiempo evitar el proteccionismo financiero, y prevenir y gestionar los riesgos que podrían socavar la estabilidad financiera y el crecimiento sostenible (FMI, 2012, pág. 39).

Parece que las medidas macroprudenciales son necesarias en cierto grado para reducir la necesidad de aplicar medidas de control del capital, ya que una de las condiciones previas para que la apertura de la cuenta de capital dé buenos resultados es que haya un marco sólido de regulación y supervisión, que a menudo se asocia con las medidas macroprudenciales. En el diagrama VII.1 se muestra un marco esquemático que tiene por objeto ilustrar las opiniones del FMI sobre las medidas de control del capital y las medidas macroprudenciales. Esencialmente, las primeras inciden en la relación de la economía nacional con el mundo, mientras que las segundas permiten gestionar los riesgos del sector financiero.

Diagrama VII.1
Visión institucional del FMI sobre las medidas de gestión de los flujos de capital



Fuente: Elaboración propia.

El FMI admite que a veces es imposible separar las medidas de control del capital de las macroprudenciales, y afirma que hay situaciones en que estas últimas y las medidas de gestión de los flujos de capital se superponen. En la medida en que los flujos de capital son el origen de los riesgos sistémicos del sector financiero, los instrumentos que se utilizan para hacer frente a esos riesgos pueden considerarse tanto medidas de gestión de los flujos de capital como medidas macroprudenciales. A modo

de ejemplo se pueden mencionar los momentos en que el capital que ingresa en el sector bancario contribuye a un auge del crédito y del precio de los activos en el ámbito nacional. Una restricción del endeudamiento externo de los bancos, por ejemplo, aplicando un gravamen sobre las entradas de divisas de estos o exigiendo un determinado nivel de reservas en relación con sus pasivos en divisas, tendría por objeto limitar las entradas de capital, desacelerar el crédito interno y el aumento de los precios de los activos, y reducir los riesgos de los bancos asociados con la liquidez y el tipo de cambio (FMI, 2012, pág. 21).

Del mismo modo en que las opiniones convencionales sugieren que los flujos de capital son, en última instancia, positivos, y que, en ciertas condiciones, debería fomentarse la liberalización de la cuenta de capital (la eliminación de las medidas de control del capital), en lo que respecta al funcionamiento del sector financiero hay consenso en que este facilita la expansión de la economía real y que, dadas ciertas circunstancias institucionales, que muy a menudo están asociadas a marcos regulatorios y jurídicos limitados, esos flujos son neutrales y no inciden en los resultados reales. En este marco, las políticas macroprudenciales son un complemento de las políticas macroeconómicas, y una alternativa a los controles de capital que no son deseables y que solo deberían utilizarse con moderación en situaciones graves. La economía real se ajusta a sí misma hasta alcanzar un nivel óptimo, aunque en el mercado haya grandes imperfecciones que requieran la intervención del Estado. La noción convencional de que el sistema económico se ajusta por sí mismo y tiende al pleno empleo, y de que el dinero es neutral, se complementa con la idea de que los mercados financieros son estables, ayudan a facilitar el funcionamiento de la economía y no son la principal fuente de crisis. Este punto de vista conduce a la idea de que la regulación de los mercados financieros se limita, al menos, a la existencia de imperfecciones. Además, la existencia de fallos del gobierno sugiere que hay que tener cuidado al imponer regulaciones y políticas macroeconómicas discrecionales.

La información asimétrica, es decir, el hecho de que los prestatarios siempre tengan más información que los acreedores sobre su capacidad o voluntad de devolver un préstamo, provoca fallos de mercado, ya que es posible que los bancos no concedan préstamos a clientes solventes, y constituye uno de los principales fallos de mercado en la literatura convencional sobre el tema. La existencia de información asimétrica podría dar lugar a resultados subóptimos (por ejemplo, selección adversa y riesgo moral). En un mundo en que los balances de las empresas están interconectados, las imperfecciones pueden provocar aún más crisis. Por ejemplo, el costo de la intermediación crediticia se modifica durante

el ciclo. Durante las recesiones, cuando el balance de las empresas se deteriora, es posible que los bancos exijan una tasa de interés más alta para compensar el riesgo, lo que lleva a que el crédito se reduzca cuando las empresas más lo necesitan y a que se intensifique el ciclo económico. En la medida en que las salidas de capital agudizan los problemas asociados al deterioro del balance de los agentes nacionales, se considera aceptable aplicar una combinación de medidas de control del capital y de medidas macroprudenciales, al menos a corto plazo.

En este contexto apenas se habla de la política fiscal, y el predominio de la política monetaria para gestionar el ciclo financiero nacional y mitigar los efectos del mundial sigue dominando en la opinión convencional sobre política macroeconómica. Si la política monetaria permite estabilizar tanto la inflación como la producción, entonces debería utilizarse sola, pero si la estabilidad de los precios se logra a costa de una recesión, entonces hay cierto espacio para aplicar la política macroprudencial. En otras palabras, solo cuando las imperfecciones del mercado debidas a la falta de información o a los efectos indirectos crean una externalidad que supone un riesgo para el sistema sería aceptable utilizar la política monetaria junto con medidas macroprudenciales que permitieran limitar el riesgo sistémico derivado de la expansión de las razones de apalancamiento⁹. Desde ese punto de vista, los motivos de la importancia creciente que los factores financieros tienen en el ciclo económico se asocian con la considerable expansión que el crédito ha exhibido desde los años setenta, expansión que suele citarse como uno de los fenómenos asociados al proceso de financierización.

Muchos autores de la corriente principal asocian el aumento del crédito que se necesita para mantener la expansión de la demanda agregada con el aumento de la desigualdad que ha tenido lugar desde los años setenta, y destacan el hecho de que esa expansión ocurrió de la mano de la reducción de las tasas de interés, lo que a menudo se denomina trampa de la liquidez dentro del país (Eggertsson y Krugman, 2012).

⁹ Cabe destacar que, a diferencia de las antiguas opiniones monetaristas sobre el papel de la oferta monetaria y su efecto en el ciclo económico, en la moderna macroeconomía nekeynesiana se hace hincapié en el papel del riesgo y se reconoce que los problemas de información y los efectos indirectos son primordiales para entender los ciclos financieros. Los cambios de la oferta monetaria inciden en la cantidad de liquidez que hay en el sistema financiero, es decir, en la oferta total de fondos que se pueden prestar. No obstante, el nivel de crédito dependería de cómo se modificara la cantidad de crédito que realmente se concediera a los prestatarios. El nivel de creación de crédito de una economía refleja el nivel de riesgo percibido, no solo el nivel de oferta monetaria. Los mercados financieros crean nuevos retos y amplifican los que ya existen en las economías que, en ausencia de imperfecciones, producirían resultados eficientes. Los modelos de aceleración financiera y de racionamiento del crédito sugieren que los mercados financieros amplifican las perturbaciones de la demanda y son cruciales para el ciclo económico. Estos modelos han recibido algunas críticas incluso dentro de la corriente principal de la profesión, y se ha citado como alternativa el trabajo de Hyman Minsky (véase Mian y Sufi, 2018, pág. 32).

Los autores también asocian ese aumento del crédito con el exceso de ahorro entre los países (Mian y Sufi, 2018). Mian y Sufi (2018) hacen hincapié en lo que denominan el modelo de la demanda de los hogares impulsada por el crédito, y aunque reconocen el papel de la desigualdad y la relevancia de los efectos indirectos, más allá de la información asimétrica, así como la importancia que en la crisis financiera mundial tuvo el hecho de que los inversores descuidaran los riesgos extremos (pág. 49), sigue siendo cierto que el modelo se basa en un análisis nekeynesiano. Los autores sugieren que, en su modelo, la contracción es impulsada inicialmente por un descenso de la demanda agregada que se ve amplificado por las rigideces nominales, las limitaciones de la política monetaria, las perturbaciones del sector bancario y las distorsiones heredadas del auge. El canal de demanda de los hogares impulsada por el crédito es distinto de los modelos tradicionales de aceleración financiera, sobre todo debido a la importancia que tienen los hogares, a diferencia de las empresas, a la hora de explicar los efectos reales de las expansiones de la oferta de crédito (Mian y Sufi, 2018, pág. 52)¹⁰.

Un aspecto aún más importante es que Mian y Sufi (2018) siguen atados a una visión según la cual el ciclo es en cierta medida independiente del crecimiento, que supuestamente depende de las condiciones relacionadas con la oferta; por lo tanto, el papel de la política monetaria y la política macroprudencial consiste más que nada en suavizar el ciclo reduciendo la expansión del crédito y la asunción de riesgos excesivos durante las fases de auge. La conclusión en materia de políticas, aunque cautelosa, es que las autoridades reguladoras deberían imponer límites macroprudenciales al endeudamiento de los hogares y que los responsables de formular las políticas monetarias deberían aplicar medidas contracíclicas durante las expansiones de la oferta de crédito (Mian y Sufi, 2018, págs. 52-53). Esto contrasta con otros puntos de vista en que se enfatiza la importancia del crédito para la expansión de la demanda, y la de esta última para el crecimiento.

El trabajo de Minsky, citado por Mian y Sufi (2018), es por cierto pertinente, pero de maneras que escapan al análisis del autor. Minsky sostenía que, según la teoría convencional, el sector financiero perturbaba el funcionamiento de economías que por lo demás eran estables, y que equivalía a una economía de trueque, mientras que las economías

¹⁰ La visión convencional sobre el mecanismo que relaciona la deuda de los hogares con el auge de la demanda ha sido cuestionada de forma convincente en Mason y Jayadev (2015) y en Mason (2018). Los autores sugieren que el grueso del aumento de la deuda de los hogares no estuvo asociado a la expansión de la demanda, sino que simplemente fue el resultado de unas tasas de interés superiores en promedio, en particular en el período anterior a la década de 2000. Obsérvese que otro canal fundamental a través del cual la deuda afecta el consumo de los hogares sería el mercado hipotecario.

capitalistas analizadas por Keynes y sus seguidores correspondían a lo que él denominaba el paradigma de Wall Street. En otras palabras, el marco pertinente era el de una economía capitalista en que el objetivo era acumular capital en forma de dinero. La idea central de la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky era que el funcionamiento normal de la economía capitalista conduciría a una crisis financiera, no debido a imperfecciones, sino porque el proceso de la competencia obligaría a las empresas a adoptar estructuras financieras cada vez más frágiles. En otras palabras, según su famosa afirmación, la estabilidad era desestabilizadora. Este punto de vista está en consonancia con el llamado enfoque de las macrofinanzas críticas, según el cual las finanzas mundiales están organizadas sobre la base de balances interconectados y jerarquizados, que cada vez dependen más de la liquidez asociada a momentos muy precisos del tiempo (véase, por ejemplo, Bonizzi y Kaltenbrunner, 2020, y Gabor, 2020). Esto es muy importante para comprender el papel que las medidas macroprudenciales desempeñan en los países periféricos.

C. Políticas macroprudenciales para el desarrollo

En el marco alternativo de las macrofinanzas críticas, la simple dicotomía entre las medidas de control del capital, diseñadas para limitar las entradas de capital cuando las imperfecciones las hacen desestabilizadoras, y las medidas macroprudenciales, destinadas a reducir el riesgo financiero sistémico, es insostenible. Los agentes económicos acumulan en una economía mundial en que los balances están interconectados, y los balances de los agentes económicos de las economías periféricas, denominados en moneda extranjera, están en cierta medida integrados en las redes financieras mundiales que están dominadas por instituciones y agentes de los países centrales. Los flujos de capital que inciden en la valoración del balance de los agentes nacionales de la periferia no pueden disociarse de los riesgos sistémicos nacionales asociados al sector financiero, ni estos últimos pueden asociarse simplemente a un exceso de liquidez (Akyüz, 2021).

En este sentido, la posición central del dólar como la principal moneda vehicular y de reserva de la economía mundial sitúa a los Estados Unidos y al llamado Complejo FMI-Wall Street (Bhagwati, 1998) en el centro del mecanismo de transmisión de los ciclos financieros mundiales (Miranda-Agrippino, Nenova y Rey, 2020). El aumento de los flujos de capital, en particular de los flujos brutos, que sugiere que los movimientos de la cuenta financiera y de capital son más importantes que los de la cuenta corriente a la hora de explicar la volatilidad, se ha tratado de diversas maneras, como ha quedado demostrado en los tres estudios regionales. El mayor uso de

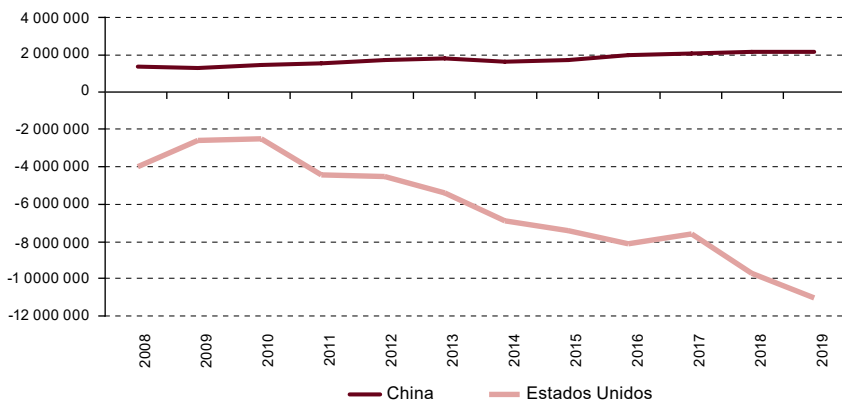
medidas macroprudenciales en los últimos decenios no constituye un complemento más deseable de la política monetaria relativamente estricta destinado a impedir que se asuman riesgos excesivos, como se sugiere en la visión institucional del FMI, sino que constituye un complemento fundamental de las políticas macroeconómicas orientadas a promover el crecimiento y la transformación estructural de la economía, y a evitar los peligros de la restricción externa. En este sentido, los controles de capital son un complemento necesario de las políticas macroprudenciales, y no un sustituto de ellas.

Si se observan los datos presentados en los otros documentos del estudio, queda claro que en algunos países en desarrollo se ha recurrido más a las políticas macroeconómicas —como el mantenimiento de una tasa de interés alta o baja (según las circunstancias) o la intervención en el mercado de divisas para promover la apreciación o depreciación de la moneda según las necesidades— que a otras medidas de gestión de los flujos de capital. En otros casos, las políticas macroeconómicas han ido acompañadas de medidas de gestión de los flujos de capital, tanto de medidas de control del capital como de medidas macroprudenciales, por ejemplo, de impuestos sobre determinados tipos de entradas, entre otras (véase el anexo VII.A1 para consultar una lista de medidas utilizadas en algunos países de América Latina y el Caribe incluidos en el estudio de caso). Esto ha hecho que algunas mediciones tradicionales de la vulnerabilidad financiera sean menos fiables, y que los riesgos de que surja una crisis financiera, en particular los asociados a los cambios en la valoración de los balances, sean considerablemente más difíciles de evaluar.

Todos los países del estudio de América Latina presentaban un déficit en cuenta corriente y una posición neta negativa de inversión internacional, y en todos ellos se habían adoptado, en su mayor parte, las normas reguladoras de Basilea III. Sin embargo, como señalan Forni y Turner (2020), esto solo fue posible porque aumentó la cantidad de bonos en dólares emitidos por las empresas de las economías emergentes, lo que al parecer aumenta considerablemente el riesgo de que surja una crisis¹¹. Podría decirse que la falta de espacio para que durante la pandemia se aplicaran políticas más expansivas de gestión de la demanda en la región, que sufrió una de las peores contracciones a nivel mundial, está asociada a estos riesgos financieros. Esto no significa que la cuenta corriente no sea importante. Si se observa lo que ocurre en los Estados Unidos y en China, se constata que la posición de inversión internacional neta del primero es persistentemente negativa, mientras que la del segundo es positiva (véase el gráfico VII.3).

¹¹ El aumento de la deuda de las empresas está bien documentado. Como muestran los indicadores de liquidez mundial del BPI, el crédito en dólares otorgado a las economías emergentes y en desarrollo aumentó un 7% interanual y superó la marca de los 4 billones de dólares (BPI, 2020).

Gráfico VII.3
Estados Unidos y China: posición de inversión internacional neta, 2008-2019
 (En billones de dólares)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI).

El hecho de que la posición neta de inversión internacional sea negativa no es necesariamente un problema, y el que sea positiva no es necesariamente una ventaja. Muchos analistas piensan que la posición neta de inversión internacional de los Estados Unidos no es sostenible, y de vez en cuando alguien sugiere que es posible que haya movimientos especulativos contra el dólar. Cuando se piensa en el hecho de que la moneda de los Estados Unidos es la principal o hegemónica, se desvanece gran parte de la discusión sobre el peligro de que la posición neta de inversión internacional sea insostenible y la paradoja de la posición positiva de los ingresos netos por inversiones. Las deudas de los Estados Unidos son en dólares, lo que implica que, por definición, la moneda principal es el activo libre de riesgo y, por tanto, las inversiones denominadas en otras monedas deben pagar una prima de riesgo. De hecho, Miranda-Agrippino, Nenova y Rey (2020) muestran que, si bien China ha sido central en las redes mundiales de producción y se ha integrado con éxito en las cadenas globales de valor, no ocurre lo mismo con su integración en las redes financieras mundiales. Los autores afirman que la influencia que China ejerce por medio de la inversión de cartera es incompatible con la de los Estados Unidos e incluso insignificante en comparación con las economías europeas más desarrolladas desde el punto de vista financiero (Miranda-Agrippino, Nenova y Rey, 2020, págs. 15-16).

Por lo tanto, la cuestión no radica en la intrascendencia del déficit en cuenta corriente o la posición neta negativa de inversión internacional, sino en el hecho de que estos no son problemas si el país tiene la capacidad de acumular deudas en su propia moneda, como ocurre en los Estados Unidos.

Cuando esa capacidad no existe, situación que Eichengreen y Hausmann (1999) denominaron “pecado original”, la acumulación de cantidades considerables de reservas en dólares se convierte en los hechos en la principal línea de defensa contra las crisis externas. Nótese, sin embargo, que si bien acumular reservas es importante para aliviar las presiones a corto plazo, eso no excluye la necesidad de que las exportaciones sean dinámicas y de que la cuenta corriente sea superavitaria, factores que son la única fuente segura de reservas de divisas en dólares a largo plazo. Esto es pertinente en el caso de América Latina y el Caribe y de otros países periféricos, ya sea que las vulnerabilidades y las posibilidades de que surja una crisis se originen en la cuenta corriente o, como es más probable, en la cuenta financiera y de capital.

Una vez que se entiende que lo que se exporta reviste importancia, queda claro que la estructura productiva podría ser fundamental para proporcionar estabilidad financiera a largo plazo a los países en desarrollo que necesitan importar bienes intermedios y de capital y que tienen una capacidad limitada para obtener préstamos en su propia moneda (Felipe, 2010). La principal diferencia entre los países asiáticos y los países africanos y latinoamericanos objeto de estudio podría ser la integración productiva de los primeros, ya que ellos tuvieron más éxito en mantener una cuenta corriente superavitaria, transformar sus estructuras productivas y aumentar el grado de sofisticación de sus exportaciones en el período analizado. En otras palabras, hay políticas macroeconómicas importantes que se necesitan para evitar la vulnerabilidad externa, pero también hay políticas microeconómicas que son necesarias para evitar las crisis financieras, que quizás son tan cruciales como las macroeconómicas y que están asociadas a la transformación de la estructura productiva, al dinamismo exportador y a la capacidad de obtener reservas de divisas.

En lo que atañe al funcionamiento de los mercados financieros hay algunas diferencias importantes entre los puntos de vista del FMI y de las macrofinanzas críticas. En el punto de vista convencional, respaldado por el FMI, se hace hincapié en que las políticas macroprudenciales deben complementar las políticas macroeconómicas, y que los controles de capital son un mal necesario que solo debe utilizarse en circunstancias excepcionales. En esa perspectiva no se mencionan las diferencias entre la deuda en moneda nacional y extranjera, ni tampoco la necesidad de transformar la estructura de la producción. Además, se sugiere que en las fases de auge se necesitan políticas de ajuste (por ejemplo, contractivas) y de regulación para evitar el apalancamiento excesivo. En el punto de vista alternativo se sugiere que las medidas macroprudenciales no son simplemente complementos de las políticas macroeconómicas austeras que se aplican en las fases de auge, y se enfatiza la necesidad de aplicar políticas

macroprudenciales que reconozcan la importancia de la deuda en moneda extranjera, de imponer un encaje más estricto a las posiciones en moneda extranjera, y de aplicar controles de capital como norma de funcionamiento del sistema. En este contexto, las políticas macroprudenciales podrían considerarse, por ejemplo, como necesarias para reducir la exposición de los agentes privados a la deuda denominada en moneda extranjera.

D. Conclusiones

Los retos que impone la liberalización de los flujos de capital (o la eliminación de las medidas de gestión de los flujos de capital en la jerga del FMI) han llevado a que esta ofrezca más dificultades que ventajas, y los esfuerzos por volver a regular los mercados financieros de los países periféricos han estado plagados de problemas en un entorno mundial en que las principales instituciones reguladoras internacionales (el BCBS, el BPI, el CEF y el FMI), así como las autoridades reguladoras nacionales de las economías avanzadas que desempeñan un papel importante en esas instituciones, son reacias a reconocer la inestabilidad de los flujos de capital. En los niveles más altos de la toma de decisiones prevalece la sobreestimación constante de la estabilidad inherente a los mercados financieros internacionales. Si ha habido un retroceso en las opiniones optimistas sobre la importancia de liberalizar el comercio, cuyo ejemplo típico son las actuales “guerras comerciales” entre los Estados Unidos y China (que no obstante siguen estando profundamente enredadas), entonces la enseñanza que se ha extraído de la liberalización de los flujos de capital y las crisis recurrentes de la periferia indica que la única manera de volver a alcanzar un mayor grado de autonomía en materia de políticas es promoviendo la acumulación en activos denominados en moneda nacional y restringiendo los flujos de capital de forma más persistente.

Bibliografía

- Akyüz, Y. (2021), “External balance sheets of emerging economies: low-yielding assets, high-yielding liabilities”, *Review of Keynesian Economics*, vol. 9, N° 2.
- Basu, S. y otros (2020), “A conceptual model for the integrated policy framework”, IMF Working Paper, N° WP/20/121, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Bernanke, B. (2005), “The global saving glut and the US current account deficit”, documento presentado en Sandridge Lecture, Richmond, 10 de marzo [en línea] <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>.
- Bhagwati, J. (1998), “The capital myth: the difference between trade in widgets and dollars”, *Foreign Affairs*, vol. 77, N° 3.
- Bindseil, U. (2019), *Central Banking before 1800: A Rehabilitation*, Oxford, Oxford University Press.

- Bonizzi, B. y A. Kaltenbrunner (2020), "Critical macro-finance: post Keynesian monetary theory and emerging economies", *Finance and Society*, vol. 6, N° 1.
- Borio, C. (2019), "A tale of two financial cycles: domestic and global", presentación en University of Zurich, 19 de noviembre.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (2020), *Annual Economic Report 2020* [en línea] <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e.htm>.
- _____(2018), *Informe Económico Anual 2018*, junio [en línea] https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018_es.htm.
- _____(2017), *Resumen de las reformas de Basilea III*, diciembre [en línea] https://www.bis.org/bcbs/publ/d424_hlsummary_es.pdf.
- CEF/FMI/BPI (Consejo de Estabilidad Financiera/Fondo Monetario Internacional/Banco de Pagos Internacionales) (2011), *Macroprudential Policy Tools and Frameworks. Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, 14 de febrero.
- Eatwell, J. y L. Taylor (2001), *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*, Nueva York, The New Press.
- Eggertsson, G. B. y P. Krugman (2012), "Debt, deleveraging, and the liquidity trap: a fisher-minsky-koo approach", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 127, N° 3, agosto.
- Eichengreen, B. y R. Hausmann (1999), "Exchange rates and financial fragility", documento presentado en el simposio New Challenges for Monetary Policy, Wyoming, 26 a 28 de agosto, Banco de la Reserva Federal de Kansas City.
- Fama, E. (1970), "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work", *The Journal of Finance*, vol. 25, N° 2.
- Felipe, J. (2010), "Why do export diversification and sophistication matter?", *Inclusive Growth, Full Employment, and Structural Change: Implications and Policies for Developing Asia*, Londres, Anthem Press.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2020a), "Toward an integrated policy framework", Policy Paper, N° 2020/046, Washington, D.C.
- _____(2020b), *Convenio Constitutivo*, Washington, D.C.
- _____(2012), *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, Washington, D.C.
- Forbes, K., M. Fratzscher y R. Straub (2015), "Capital flow management measures: what are they good for?", Working Paper, N° 20860, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER).
- Forni, L. y P. Turner (2020), "Global liquidity and dollar debts of emerging market corporates", VOX, CEPR Policy Portal, 15 de enero [en línea] <https://voxeu.org/article/global-liquidity-and-dollar-debts-emerging-market-corporates>.
- Friedman, M. (1953), "The case for flexible exchange rates", *Essays in Positive Economics*, Chicago, University of Chicago Press.
- Gabor, D. (2020), "Critical macro-finance: a theoretical lens", *Finance and Society*, vol. 6, N° 1.
- Goodhart, C. (2011a), "The changing role of central banks", *Financial History Review*, vol. 18, N° 2.
- _____(2011b), *The Basel Committee on Banking Supervision: A History of the Early Years 1974-1997*, Cambridge University Press.
- _____(1987), "Why do banks need a central bank?", *Oxford Economic Papers*, vol. 39, N° 1.

- Grabel, I. (2019), *When Things Don't Fall Apart: Global Financial Governance and Developmental Finance in an Age of Productive Incoherence*, Cambridge, MIT Press.
- Li, D. y E. Maskin (2021), "Government and economics: an emerging field of study", *Journal of Government and Economics*, vol. 1.
- Mason, J. W. (2018), "Income distribution, household debt, and aggregate demand: a critical assessment", *Working Paper*, N° 901, The Levy Economics Institute of Bard College.
- Mason, J. W. y A. Jayadev (2015), "The post-1980 debt disinflation: an exercise in historical accounting", *Review of Keynesian Economics*, vol. 3, N° 3.
- McColloch, W. y M. Vernengo (2020), "From regulation to deregulation and (perhaps) back: a peculiar continuity in the analytical framework", *Centro Sraffa Working Papers*, N° 46.
- Mian, A. y A. Sufi (2018), "Finance and business cycles: the credit-driven household demand channel", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32, N° 3.
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press.
- Miranda-Agrippino, S., T. Nenova y H. Rey (2020), "Global footprints of monetary policies" [en línea] http://www.helenerey.eu/RP.aspx?pid=Working-Papers_en-GB&aid=291828257_67186463733.
- Samuelson, P. (1965), "Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly", *Industrial Management Review Spring*, N° 6.
- Shin, H. S. (2012), "Global banking glut and loan risk premium", *IMF Economic Review*, vol. 60, N° 2.
- Vernengo, M. (2016), "Kicking away the ladder, too: inside central banks", *Journal of Economic Issues*, vol. 50, N° 2.
- Vernengo, M. y K. Ford (2014), "Everything must change so that the IMF can remain the same: the world economic outlook and the global financial stability report", *Development and Change*, vol. 45, N° 5.
- Wood, J. H. (2005), *A History of Central Banking in Great Britain and the United States*, Nueva York, Cambridge University Press.

Anexo VII.A1

Cuadro VII.A1.1
Medidas macroprudenciales en algunos países de América Latina

Pais	Medida	Años
Argentina	Se introdujo un depósito obligatorio no remunerado a 365 días, equivalente al 30% de las entradas de capital.	2005-2016
	Se impuso la obligatoriedad de obtener autorización previa para hacer transacciones en divisas. Esto incluía los paquetes turísticos y las compras por Internet en el extranjero.	2011-2015
	Se impuso la obligatoriedad de que los productores de petróleo crudo y gas natural y licuado ingresaran y negociaran en el mercado de cambios local la totalidad de las divisas que obtuvieran por sus exportaciones.	2011-2017
	Se prohibió que las compañías de seguros locales tuvieran inversiones en el extranjero.	2011-2015
	Se impuso una restricción a las transferencias de divisas entre cuentas bancarias locales y extranjeras. La restricción se aplicaban tanto a las entradas como a las salidas.	2014-2016
	Se introdujo un límite a las posiciones netas en divisas de los bancos, incluidas las tenencias de efectivo y bonos en dólares estadounidenses, y a las posiciones netas en futuros de divisas.	Se impuso en 2014, se relajó en 2016, y se endureció en 2018 y 2019.
Brasil	Se fijó un impuesto sobre las entradas relacionadas con los préstamos externos. Las tasas y los plazos imponibles variaban.	Se fijó en 2008 y se relajó en 2012, 2014, 2018 y 2019.
	Se estableció el impuesto sobre las operaciones financieras (IOF), que se aplicaba (con diferentes tasas) a distintos tipos de flujos de capital, por ejemplo, valores de renta fija, acciones, depósitos de margen, contratos de derivados e inversión extranjera directa (IED).	Se fijó en 2009 y se relajó en 2013, 2014 y 2016.
Perú	El encaje que se aplicaba a las líneas de crédito en el extranjero y a otras obligaciones externas con vencimiento inferior a dos años se incrementó de 0% a 35%.	Se impuso en 2010, y se endureció y volvió a relajar en 2015.
	Se estableció un límite del 40% del patrimonio neto o de 400 millones de soles, el que fuera superior, respecto de la posición neta en derivados en moneda extranjera.	Se estableció en 2011, se endureció en 2012 y luego se relajó en 2015.
	La aplicación del impuesto del 30% sobre la renta se extendió a todas las ganancias que los no residentes obtuvieran en operaciones de derivados financieros con residentes, independientemente del plazo acordado.	Se fijó en 2011 y se redujo en 2015.
	Se incrementó el encaje en moneda nacional de las instituciones financieras cuyas operaciones diarias con derivados de divisas superaran el 10% de sus recursos propios o 100 millones de dólares, o cuyas operaciones semanales superaran el 30% de sus recursos propios o 400 millones de dólares.	Se estableció en 2015, se endureció ese año y luego se relajó en 2017, 2018 y 2019.
	Se aplicó un encaje adicional a las instituciones financieras cuya posición corta en derivados de divisas superara el 100% de los recursos propios corrientes en la posición corta promedio en diciembre de 2014 o superara los 800 millones de dólares (el encaje adicional se fijó en el 50% de este excedente).	Se estableció en 2015 y se endureció el mismo año.

Fuente: Elaboración propia.

Capítulo VIII

Un modelo stock-flujo de referencia para analizar las directrices y políticas de regulación macroprudencial en América Latina y el Caribe

Esteban Pérez Caldentey¹

Lorenzo Nalin²

Leonardo Rojas Rodríguez³

Introducción

Las políticas y regulaciones macroprudenciales se centran en mantener la estabilidad del sistema financiero minimizando el riesgo sistémico. En las corrientes económicas tradicionales, el riesgo sistémico se origina cuando existen externalidades que afectan al sector financiero. En la bibliografía sobre la cuestión se han determinado cuatro tipos diferentes de externalidades sistémicas, a saber: el contagio informativo; la pérdida de los nexos informativos entre una institución financiera fallida y sus clientes; la existencia de interconectividad; y las espirales de liquidez ascendentes o descendentes. Esas externalidades dan lugar a ciclos financieros caracterizados por episodios de auges que terminan desembocando en caídas.

¹ Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago, Chile.

² Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM).

³ Universidad Nacional de Colombia.

En la práctica, la regulación macroprudencial consiste en un conjunto de instrumentos dirigidos a evitar la expansión y contracción excesivas de los balances y la liquidez. Tienen como objetivo mitigar los riesgos derivados de: i) el crecimiento del crédito y el apalancamiento financiero excesivos; ii) el desajuste excesivo entre los plazos de vencimiento y la liquidez del mercado; iii) las concentraciones de exposición, tanto directa como indirecta; iv) el desajuste de los incentivos con el fin de reducir el riesgo moral; y v) el aumento de la resiliencia de las infraestructuras financieras.

En la economía poskeynesiana, la principal referencia a la regulación financiera y macroprudencial es la obra de Hyman Minsky (1919-1996) y deriva directamente de su principal contribución a la economía, a saber: la hipótesis de la inestabilidad financiera. Esta hipótesis sostiene que la fragilidad financiera es endógena al funcionamiento normal de una economía de libre mercado. Contrariamente a lo dispuesto por el enfoque regulatorio dominante, que se centra en las finanzas, la fragilidad financiera sistémica no solo puede originarse en el sector financiero, sino también en el sector real (esto es, el sector empresarial no financiero y los hogares (viviendas residenciales) en menor medida).

Según el punto de vista poskeynesiano, si bien es necesario aplicar exigencias de capital, hay que evitar que estas sean desmedidas, ya que podrían ser una fuente de inestabilidad financiera. El apalancamiento financiero y la interconectividad también pueden causar fragilidad financiera. La regulación macroprudencial debe ser de naturaleza dinámica. No solo debe reflejar las condiciones económicas actuales y previstas y adecuarse a cada institución, sino que también debe tener en cuenta los cambios en los sectores financiero y real, además de reevaluarse en función de los cambios en las instituciones financieras y en la estructura de las mismas y del sector empresarial no financiero.

No obstante, el enfoque de Minsky adolece de dos deficiencias. En primer lugar, al igual que las corrientes económicas tradicionales, considera el ciclo financiero como un ciclo de auges y caídas. En segundo lugar, el modelo económico que explica el origen de la fragilidad financiera es, en esencia, microeconómico y no puede extrapolarse al nivel macroeconómico.

En el presente capítulo se ofrece una visión crítica de la regulación y las políticas macroprudenciales encontradas en las corrientes económicas tradicionales y poskeynesianas. A partir de ambos enfoques, especialmente de la economía poskeynesiana, y tratando al mismo tiempo de corregir sus deficiencias, en este artículo se proporciona un marco macroeconómico que puede utilizarse como base para analizar las directrices y políticas macroprudenciales.

El marco se sustenta en los siguientes cinco principios o directrices principales: i) la fragilidad financiera es endógena y deriva del funcionamiento normal de las economías de mercado impulsadas por el afán de lucro; ii) la fragilidad financiera puede originarse tanto en el sector financiero como en el sector real de una economía; iii) los ciclos financieros no están necesariamente impulsados por auges y caídas, y la fragilidad financiera no tiene por qué originarse en un momento de auge económico; iv) las políticas macroprudenciales deben considerarse desde una perspectiva dinámica, es decir, deben tener en cuenta los cambios en la arquitectura y estructura financieras internacionales y ser específicas para cada región o país; y v) la regulación y las directrices macroprudenciales requieren un marco verdaderamente macroeconómico.

Estos principios se plasman en la concepción de un modelo stock-flujo específico para América Latina y el Caribe que comprende cinco sectores (Gobierno, banco central, sector financiero, sector privado y sector externo). El modelo da por sentado que, como ocurre en otras economías en desarrollo, los países de América Latina tienen restricciones en lo que respecta a la balanza de pagos, si bien esa limitación externa es principalmente financiera. Los ciclos financieros están impulsados por factores externos y los mecanismos de transmisión detectados son específicos del contexto latinoamericano.

Sobre la base de lo examinado en el presente artículo y del análisis de la regulación macroprudencial, a nivel conceptual y práctico, en África, Asia y América Latina que figura en Pérez Caldentey, Nalin y Rojas (2021), en el presente documento se aplican una serie de medidas macroprudenciales al ciclo financiero derivado del funcionamiento del modelo stock-flujo. Entre esas medidas se incluyen restringir el apalancamiento mediante el aumento de los beneficios no distribuidos y fijar un límite máximo al endeudamiento en moneda extranjera, además de limitar la especulación. En las simulaciones se presupone la regla de sostenibilidad para el sector público desarrollada por la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD)⁴.

I. Políticas y regulaciones macroprudenciales en la corriente económica tradicional

Las políticas y regulaciones macroprudenciales se centran en mantener la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, minimizando el riesgo sistémico. El riesgo sistémico se define como el riesgo de interrupción de los servicios financieros causado por un trastorno de la totalidad o de parte del sistema financiero que puede tener importantes repercusiones negativas sobre la economía real (CEF/FMI/BPI, 2009, citado en FMI, 2010,

⁴ Véanse De Freitas Bhering (2021) y Schonerwald da Silva (2021). Este trabajo es un artículo complementario a Nalin, Rojas y Pérez Caldentey (2021) y a Pérez Caldentey, Nalin y Rojas (2021).

pág. 62)⁵. Esto incluye limitar la ocurrencia de auges y caídas en las burbujas de activos y crédito, así como minimizar los costos económicos y sociales asociados a la contracción crediticia que deriva del encogimiento excesivo del balance de las instituciones financieras que se enfrentan a una misma perturbación (Hanson, Kashyap y Stein, 2011).

A. Regulación micro- y macroprudencial

La regulación macroprudencial se concibió con la idea de superar los límites de las políticas y regulaciones microprudenciales a la hora de abordar la estabilidad financiera, el riesgo sistémico y el carácter procíclico del sector financiero (Ebrahimi Kahou y Lehar, 2017; Galati y Moessner, 2013; Tang y otros, 2021). La regulación microprudencial, que se ocupa de los factores que afectan a la estabilidad de las instituciones financieras individuales, entraña una serie de falacias de composición, como la creencia de que regular debidamente una institución financiera individual equivale a regular debidamente el sistema en su conjunto; o de que las acciones y decisiones que resulten acertadas para una institución individual de forma aislada siempre producirán resultados agregados favorables (Ebrahimi Kahou y Lehar, 2017); o de que la misma regulación (por ejemplo, las exigencias de capital) puede aplicarse por igual a todas las instituciones (Ebrahimi Kahou y Lehar, 2017; Brunnermeier y otros, 2009) (véase el cuadro VIII.1).

Cuadro VIII.1
Regulación micro- y macroprudencial y diferencias entre ambas

	Macroprudencial	Microprudencial
Objetivo inmediato	Limitar las crisis a nivel de todo el sistema financiero	Limitar las crisis a nivel de las instituciones individuales
Objetivo ulterior	Evitar los costos de producción (PIB)	Proteger al consumidor (inversor/depositante)
Caracterización del riesgo	Se considera dependiente del comportamiento colectivo ("endógeno")	Se considera independiente del comportamiento del agente individual ("exógeno")
Correlaciones y exposiciones comunes entre instituciones	Importantes	Irrelevantes
Calibración de los controles prudenciales	En lo que respecta al riesgo a nivel de todo el sistema: descendente	En lo que respecta al riesgo de las instituciones individuales: ascendente

Fuente: C. Borio, "Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?", *CESifo Economic Studies*, vol. 49, N° 2, 2003, citado en M. Ebrahimi Kahou y A. Lehar, "Macroprudential policy: a review", *Journal of Financial Stability*, vol. 29, 2017, pág. 94.

⁵ El origen del término macroprudencial se remonta a los años setenta (Clement, 2010). Las referencias públicas datan de mediados de los años ochenta, si bien cobraron un nuevo impulso a comienzos de la década de 2000 (Galati y Moessner, 2013). Parte de la bibliografía sobre regulación macroprudencial sostiene que el riesgo sistémico tiene dos dimensiones importantes, a saber, una temporal —relacionada con la evolución del riesgo del sistema financiero a lo largo del tiempo, su acumulación y su conexión con el ciclo económico real— y otra intersectorial —relacionada con la distribución del riesgo a través del sistema financiero y las interconexiones y exposiciones comunes entre sus agentes (FMI, 2010). Véase también Kaufman y Scott (2003).

De hecho, las diferentes magnitudes en lo que respecta al tamaño, el apalancamiento y la interconexión a nivel institucional individual, así como la heterogeneidad de las instituciones financieras, generan externalidades sistémicas negativas que dan lugar a ciclos financieros caracterizados por episodios de auges que terminan desembocando en caídas. Como se explica en Brunnermeier y otros (2009, pág. 411): Las crisis financieras no ocurren al azar, sino que generalmente van precedidas de períodos de auge.

B. Justificación de la regulación macroprudencial

En la bibliografía sobre la cuestión se han determinado cuatro tipos diferentes de externalidades sistémicas, a saber: el contagio informativo; la pérdida de los nexos informativos entre una institución financiera fallida y sus clientes; la existencia de interconectividad; y las espirales de liquidez ascendentes o descendentes (véase el cuadro VIII.2). Sobre la base de algunas de estas externalidades, un ciclo financiero se puede describir de la siguiente forma (Brunnermeier y otros, 2009, págs. 4 y 5):

Una disminución en el valor de los activos del banco [...] Los problemas de liquidez suelen generar preocupaciones de solvencia subyacentes [...] Para hacer frente a estos problemas de liquidez antes de la quiebra, y durante la liquidación posterior a esta, el banco en dificultades a menudo se verá obligado a vender sus activos (ventas forzadas)⁶. Sin embargo, esas ventas harán bajar el precio corriente de mercado de los mismos activos en posesión de otros bancos, cuando estos se valoren a precio de mercado. Y, por supuesto, lo mismo ocurre a la inversa; la solvencia no es exógena a la liquidez. Cuando existe un problema de liquidez generalizado, los intentos de solucionarlo provocan la caída del valor de los activos, lo que conduce a un problema de solvencia, incluso si antes no lo había. En resumen, existe un proceso interno de amplificación (espirales de liquidez) por el que un mercado de activos en declive lleva a los bancos, sociedades de inversión, etc., a vender más (desapalancamiento), lo que hace bajar aún más los precios de los activos, así como el valor patrimonial del balance y las pérdidas y ganancias estimadas por los intermediarios financieros.

Esta hipótesis describe la dinámica interna y autoamplificada que ha provocado tanto la reciente crisis financiera mundial (2008-2009) como prácticamente todas las crisis financieras anteriores (Brunnermeier y otros, 2009, pág. 5). Dado que las caídas están precedidas de auges, en la fase ascendente del ciclo se aplica la misma lógica que subyace a la hipótesis de crisis descrita anteriormente.

⁶ Véase Shleifer y Vishny (2010) en relación con las ventas forzadas.

Según la descripción anterior, el comportamiento de las instituciones financieras individuales es racional. Tiene sentido que dichas instituciones vendan activos (o los adquieran y amplíen el crédito) cuando afrontan problemas de liquidez (o gozan de una mayor liquidez), para evitar así la insolvencia. Sin embargo, esta premisa cae en la falacia de la composición si se considera todo el conjunto de instituciones financieras. En consecuencia, el riesgo a nivel agregado es sistémico y endógeno, y depende del comportamiento colectivo de las diferentes instituciones financieras.

Cuadro VIII.2
Externalidades sistémicas y sus efectos

Externalidad	Descripción e impacto
Contagio informativo (contexto de intermediarios en el que existe un desajuste entre los plazos de vencimiento de los activos y los de los pasivos)	La quiebra de un banco aumenta las dudas sobre la solvencia de los demás bancos de la misma categoría. Los depositantes y prestamistas de estos últimos pierden la confianza y pueden causarles un problema de liquidez.
Pérdida de acceso al financiamiento en el futuro (para los clientes de los bancos en quiebra)	El cliente de un banco en quiebra puede intentar transferir sus fondos a otro banco, pero este banco tendrá menos información sobre el cliente y es probable que, en un contexto de bancos en quiebra, ofrezca líneas de crédito de sustitución en condiciones menos favorables.
Interconectividad	Los bancos y los intermediarios financieros tienden a comerciar mucho más entre ellos que las empresas. Esta interacción entre los bancos y otro tipo de intermediarios financieros está relacionada con el mercado interbancario a plazo y los mercados de productos financieros derivados, e implica garantías, permutas de cobertura por incumplimiento crediticio y servicios de corretaje preferencial.
Espirales de liquidez (expansión)	Se venden los activos financieros con el objetivo de recuperar liquidez y mejorar la relación entre el capital y los activos.
Espirales de liquidez (contracción)	Se limita la expansión crediticia con el racionamiento, aplicando mayores márgenes o recortes, o el aumento de los tipos de interés u otros costos para los prestatarios.

Fuente: M. Brunnermeier y otros, "The fundamental principles of financial regulation", *Geneva Reports on the World Economy*, N° 11, 2009.

La lógica del comportamiento del sector financiero y sus consecuencias a nivel agregado no puede aplicarse al sector empresarial no financiero. Como se explica en Brunnermeier y otros (2009, págs. 2 y 3):

La existencia de suficientes externalidades como para que los costos sociales, y globales, del descalabro del mercado superen tanto los costos privados de este como los costos adicionales de la regulación [...] es, con mucho, la razón más importante por la que es necesario regular a los bancos y a otros mercados e intermediarios financieros clave. Pero ¿por qué la quiebra de los bancos, y de algunas otras instituciones financieras, entraña externalidades sistémicas que no se observan cuando quiebra una empresa ordinaria del sector

manufacturero o de servicios? La respuesta básica radica en que la quiebra de una institución de tipo bancario, como Lehman Brothers, Northern Rock o Glitnir, debilita a los demás bancos y mercados financieros con los que estaba relacionada, mientras que la quiebra de, digamos, una empresa de automóviles o una lavandería tiende a fortalecer a las demás empresas del mismo sector, pues elimina a un competidor. Tras esto, subyace la consideración todavía más importante de que la salud del sistema financiero y, más aún, del sector bancario, es clave para el buen funcionamiento de la economía en general, de una manera cualitativamente diferente a la de la mayoría de los demás sectores.

C. Falta de comprensión sobre la naturaleza del riesgo sistémico

La falta de comprensión sobre la naturaleza sistémica del riesgo puede terminar ampliando el mecanismo y la dinámica descritos en el apartado anterior. Esto queda patente con la regulación microprudencial, y puede observarse cuando se imponen exigencias de capital a las instituciones financieras individuales y se analizan las consecuencias durante la fase ascendente del ciclo económico.

Una fase de auge caracterizada por una alta rentabilidad y un bajo riesgo tiende a aumentar la relación entre el capital y los activos y, en consecuencia, a dar una impresión de mayor solvencia y mejores condiciones financieras. A su vez, esto incita al sistema financiero a aumentar sus activos y, más concretamente, impulsa los préstamos sobre la base de las condiciones económicas vigentes. Sin embargo, esto suele actuar en detrimento de la calidad crediticia. Los datos empíricos de algunos países desarrollados reflejan este hecho estilizado al mostrar que las provisiones tienden a disminuir en los períodos de auge (Cavallo y Majnoni, 2001; Hahm y otros, 2012).

En lo que respecta al pasivo, las instituciones financieras pasan a depender más de la liquidez ofrecida por otras instituciones financieras. En esta situación, el sistema financiero tiende a desviar la composición y la estructura del pasivo hacia un mayor nivel de endeudamiento, es decir, hacia índices de apalancamiento más elevados⁷, por lo que la relación entre la tasa de crecimiento de los activos y la del apalancamiento es positiva. El coeficiente de correlación entre ambas variables para una muestra de 21 bancos estadounidenses en el período comprendido entre diciembre de 2003 y septiembre de 2010 fue de 0,70 para toda la muestra y de 0,89 para los bancos de inversión (Pérez Caldentey y Cruz, 2012).

⁷ El apalancamiento (coeficiente de endeudamiento) refleja la medida en que los intermediarios financieros recurren a la obtención de préstamos para financiar la adquisición de sus activos.

Los altos niveles de apalancamiento generan importantes oportunidades de rentabilidad, ya que cuanto mayor es el apalancamiento, mayor es la rentabilidad de la inversión. En este sentido, la expectativa de una mayor rentabilidad incentiva el apalancamiento excesivo. El rendimiento de los fondos propios (*ROE*) (una medida de la rentabilidad) es igual al rendimiento de los activos (*ROA*) multiplicado por el apalancamiento (*L*), de forma que $ROE = ROA * L \Rightarrow \Delta L \Rightarrow \Delta ROE$ para \overline{ROA} . Sin embargo, al mismo tiempo, la mayor dependencia de la deuda genera una mayor fragilidad, ya que se asumen mayores riesgos debido a la mayor exposición y vulnerabilidad a la falta de liquidez y, lo que es más importante, a la insolvencia (Barajas, Dell'Ariccia y Levchenko, 2007).

Como ya se ha dicho, el objetivo de la regulación macroprudencial radica en compensar las externalidades creadas por los intermediarios financieros, que son las causantes de los ciclos financieros caracterizados por auges y caídas. Cuanto más desarrollados y sofisticados sean los intermediarios financieros y los instrumentos empleados, habrá más posibilidades de que existan externalidades como las descritas anteriormente, y de que estas sean de mayor envergadura, además de aumentar la probabilidad de que se produzcan auges y caídas financieras.

En ese sentido, la evolución del sistema financiero tiende a distorsionar la función de los intermediarios financieros, lo cual, según la corriente tradicional, consiste en destinar los ahorros (voluntarios) a la inversión (Shin, 2010). Más concretamente, la sofisticación del sistema financiero va acompañada de cadenas de intermediación más largas e indirectas entre el ahorro y la inversión. Por lo tanto, las políticas y regulaciones macroprudenciales deberían acortar dichas cadenas y asegurar que el crédito otorgado por el sistema financiero esté determinado por las decisiones de ahorro de los agentes económicos. Como explica Shin (2010, pág. 13): La idea es limitar el alargamiento de las cadenas de intermediación y fomentar la creación de cadenas más cortas⁸.

En la práctica, la regulación macroprudencial consiste en un conjunto de instrumentos dirigidos a evitar la expansión y contracción excesivas de los balances. Estos instrumentos, que se describen en el cuadro VIII.3 (Araujo y otros, 2020), tienen como objetivo mitigar los riesgos derivados de: i) el crecimiento del crédito y el apalancamiento financiero excesivos; ii) el desajuste excesivo entre los plazos de vencimiento y la liquidez del mercado; iii) las concentraciones de exposición, tanto directa como indirecta; iv) el desajuste de los incentivos con el fin de reducir el riesgo moral; y v) el aumento de la resiliencia de las infraestructuras financieras (Grigaite, Magnus y Pacheco Dias, 2020).

⁸ Esto tiene una marcada influencia hayekiana. Hayek (1931) argumentó que la distorsión de la relación entre el ahorro voluntario y la inversión por parte del sistema bancario era la causante de las crisis financieras.

Cuadro VIII.3
Lista de instrumentos macroprudenciales

Grupos	Instrumentos	Definición
De base amplia	Colchones anticíclicos	Exigencia de que los bancos mantengan un colchón de capital anticíclico.
	Colchones de conservación	Exigencia de que los bancos mantengan un colchón de capital (incluye el colchón establecido con arreglo a Basilea III).
	Exigencias de capital	Exigencias de capital para los bancos (ponderaciones de riesgo, colchones contra el riesgo sistémico, colchones de conservación de capital).
	Limitación del apalancamiento financiero	Limitación del apalancamiento financiero para los bancos (medida para el capital dividido entre las exposiciones no ponderadas por riesgo).
	Provisiones para fallidos	Incluye la provisión dinámica y las provisiones sectoriales (como los préstamos para vivienda).
	Limitación del crecimiento del crédito	Limitación del crecimiento, o del volumen del crédito agregado, el crédito al sector de los hogares o el crédito al sector empresarial por parte de los bancos.
	Restricciones a los préstamos	Límites y prohibiciones de préstamos en función de las características de dichos préstamos (vencimiento, cuantía, relación entre el importe del préstamo y el valor del bien, tipo de interés) y las características del banco.
	Limitación de los préstamos en moneda extranjera	Limitación de los préstamos concedidos en moneda extranjera y formulación de normas o recomendaciones a ese respecto.
Liquidez	Liquidez	Medidas para mitigar los riesgos sistémicos de liquidez y financiamiento. Incluye los requisitos mínimos en relación con los coeficientes de cobertura de liquidez, los coeficientes de activos líquidos, los coeficientes de financiamiento estable neto, los coeficientes de financiamiento básico y las restricciones de deuda externa.
	Limitación de la relación entre préstamos y depósitos	Limitación de la relación entre préstamos y depósitos e imposición de sanciones cuando esta sea elevada.
	Limitación de la posición en moneda extranjera	Limitación de la posición neta o bruta en moneda extranjera, limitación de la exposición al riesgo cambiario, establecimiento de regulaciones sobre financiamiento en moneda extranjera y desajuste de divisas.
	Exigencias de reservas	Exigencias de reservas (en moneda nacional o extranjera) con fines macroprudenciales.
Vivienda	Limitación de la relación entre el importe del préstamo y el valor del bien	Limitación de la relación entre el importe del préstamo y el valor del bien en los préstamos para vivienda, automóviles e inmuebles comerciales.
	Limitación de la relación entre el servicio de la deuda y los ingresos	Limitación del volumen de los servicios de la deuda o de la deuda en relación con los ingresos (préstamos para vivienda, créditos personales, préstamos para inmuebles comerciales).
Otros	Instituciones financieras de importancia sistémica	Medidas para mitigar los riesgos de las instituciones financieras mundiales y nacionales de importancia sistémica (incluidos los recargos de capital y liquidez).
	Medidas fiscales	Aplicación de impuestos y gravámenes a operaciones y activos y pasivos específicos, incluidos los derechos de timbre y los impuestos sobre la plusvalía.
	Otros	Medidas distintas a las descritas en las demás categorías (por ejemplo, las pruebas de estrés, las medidas relativas a la interconexión o las restricciones al reparto los beneficios).

Fuente: J. Araujo y otros, "Effects of macroprudential policy: evidence from over 6,000 estimates", *Working Paper*, N° 2020/067, Fondo Monetario Internacional (FMI), 2020.

II. Políticas y regulaciones macroprudenciales en la corriente económica poskeynesiana

El término macroprudencial no suele utilizarse en la economía poskeynesiana⁹, lo que puede deberse a la escasa atención prestada por los poskeynesianos a la regulación prudencial de los bancos y los sistemas financieros (Docherty, 2020), a pesar de que, paradójicamente, esta es fundamental para el funcionamiento y crecimiento sostenible de una economía de mercado que es, en esencia, una economía monetaria y financiera de la producción¹⁰. En la economía poskeynesiana, la principal referencia a la regulación financiera es la obra de Hyman Minsky (1919-1996) y deriva directamente de su principal contribución a la economía, a saber: la hipótesis de la inestabilidad financiera.

A. Hipótesis de la inestabilidad financiera

La hipótesis de la inestabilidad financiera pretende explicar la inestabilidad como “un resultado generado internamente del funcionamiento normal de las economías capitalistas” (Minsky, 1982a, págs. 144 y 145 y 1982b, págs. 92 y 111), y se basa en dos teoremas (Minsky, 1992 y 1986).

El primero de ellos sostiene que una economía capitalista tiene regímenes de financiamiento (caracterizados por la relación entre los compromisos de pago de las deudas en efectivo y las entradas de efectivo previstas) en los que es estable y regímenes de financiamiento en los que es inestable. Minsky identifica tres regímenes de financiamiento: cubierto, especulativo y Ponzi. Su importancia y peso en las carteras de las entidades económicas determinan, en gran medida, la estabilidad o inestabilidad de una economía.

⁹ El término macroprudencial no figura en la obra poskeynesiana más exhaustiva, que apenas menciona la regulación prudencial en una ocasión (Lavoie, 2014).

¹⁰ Esta paradoja no es fácil de explicar. El sistema bancario y financiero ocupa un papel central en el pensamiento de Keynes, como lo ejemplifica la función desempeñada por el sistema bancario en *A Treatise on Money* (1930) y en otras obras tempranas menos conocidas como, por ejemplo, *War and the Financial System* (Keynes, 1914, págs. 269 a 271) y la revisión de *The Purchasing Power of Money* de Fisher (Keynes, 1914, págs. 375 a 381), que se centran en los períodos de transición entre el aumento del suministro de fondos y el incremento proporcional de los precios. Aunque en la *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Keynes (1936) [ok resta importancia al papel de los bancos, los mercados financieros y, en particular, el mercado de valores son componentes importantes de sus argumentos generales. Los discípulos de Keynes, entre ellos, Robinson (1952) y Kahn (1972) no profundizan en la visión de Keynes sobre los mercados financieros. Como explican Ingraio y Sardoni (2019, pág. 127), ambos mantienen un marco analítico de dos activos. Minsky (1975, pág. 69) argumenta que Keynes no ofrece un razonamiento satisfactorio sobre las finanzas, las carteras y la relación entre estas y la fijación del precio de los activos fijos y el ritmo de la inversión. Keynes se centra en el tipo de interés en lugar de en el precio de los activos fijos y en las condiciones de los préstamos monetarios. Además, al analizar la fijación del precio de los activos fijos y los activos financieros, recurre a la perspectiva del crecimiento en condiciones de equilibrio en lugar de a los ciclos financieros. Por su parte, Kalecki también hace hincapié en la importancia de los mercados financieros y su potencial de inestabilidad. Destaca la importancia de los beneficios internos para reducir el riesgo financiero de los suscriptores de capital (Kalecki, 1954, págs. 91 a 95), así como el papel de la deuda del sector privado a la hora de provocar el colapso de las empresas y las crisis de confianza (Kalecki, 1990). Cabe mencionar que Sraffa (1922, pág. 196) va más allá de la figura del especulador keynesiano y del rentista kaleckiano, ya que entiende a los agentes y los mercados financieros como una industria organizada.

El financiamiento cubierto se da cuando los ingresos brutos de capital de una entidad económica (definidos como los beneficios brutos antes de impuestos menos los intereses pagados por las deudas de la empresa) superan con cierto margen los compromisos de pago de las deudas en todos los períodos pertinentes a largo plazo de las deudas en vigor, así como los préstamos que deben solicitarse si se espera obtener ingresos brutos de capital (Minsky, 1980a, pág. 25). El financiamiento especulativo tiene lugar cuando los compromisos de pago de las deudas en efectivo superan en algunos períodos a los ingresos brutos de capital previstos. El financiamiento Ponzi hace referencia a entidades especulativas que se caracterizan específicamente por que, en algunos o todos los períodos a corto plazo, los compromisos de pago en efectivo en concepto de intereses no quedan cubiertos por la parte correspondiente a los ingresos del exceso de entradas previsto sobre los costos actuales de mano de obra y material (Minsky, 1980a). Las entidades Ponzi deben pedir préstamos para pagar los intereses de sus obligaciones, de modo que la deuda pendiente va creciendo con el tiempo.

El segundo teorema de la hipótesis de la inestabilidad financiera sostiene que la prosperidad favorece la inestabilidad financiera, es decir, que la estabilidad lleva a la inestabilidad. Como afirma Minsky, durante los períodos de prosperidad prolongada, la economía pasa de unas relaciones financieras que conforman un sistema estable a otras que conducen a un sistema inestable (Minsky, 1992, pág. 8).

B. Hipótesis de la inestabilidad financiera y sus implicaciones para la regulación financiera

Las propuestas de Minsky en materia de regulación financiera derivan directamente de la hipótesis de la inestabilidad financiera y de sus premisas que reflejan las opiniones sobre las características fundamentales de las economías capitalistas con estructuras financieras sofisticadas y en constante evolución (Minsky y Campbell, 1988, pág. 3). La principal premisa es que los procesos endógenos de las economías capitalistas se vuelven incoherentes como resultado de su propia dinámica (Minsky y Campbell, 1988, pág. 5). La hipótesis de la inestabilidad financiera presenta una teoría que, junto con los hechos empíricos, explica por qué el funcionamiento de las economías capitalistas se vuelve susceptible a los episodios de incoherencia (Minsky y Campbell, 1988, pág. 6)

A pesar de que Minsky no utiliza los términos micro- o macroprudencial, su análisis aborda las limitaciones de la regulación microprudencial y sus propuestas pueden considerarse fácilmente como regulación macroprudencial *avant la lettre* (The Levy Economics Institute of Bard College, 2012; Kregel, 2014).

Minsky reconoce que la regulación y supervisión de los bancos debe incluir una serie de exigencias de capital: para contener el efecto desestabilizador de la banca, es necesario regular la cantidad y los coeficientes de aumento de los activos bancarios; el principal dispositivo de control es la relación permitida entre los fondos propios y el activo y la tasa de crecimiento del capital bancario (Minsky, 1986, pág. 356). Sin embargo, también advierte de que las exigencias de capital no deben utilizarse como una camisa de fuerza y de que, en efecto, la imposición de exigencias más elevadas no conduce a la estabilidad financiera, ya que estas podrían limitar los beneficios y alentar a los bancos a aplicar prácticas comerciales más arriesgadas (Wray, 2016, pág. 184; Minsky, 1986).

Un coeficiente de capital más elevado implica una cartera de activos con un mayor perfil de riesgo/rentabilidad para compensar el efecto negativo en la rentabilidad¹¹.

Minsky también centra sus propuestas en abordar el apalancamiento y la interconexión como fuentes de inestabilidad, muy en consonancia con la opinión consensuada en materia de regulación macroprudencial. La deuda y el apalancamiento y sus percepciones (plasmadas en el riesgo del prestatario y el prestamista) son la esencia de la descripción que hace Minsky del ciclo financiero.

Al explicar la hipótesis de la inestabilidad financiera, Minsky hace referencia a la interacción entre el precio de la oferta de la inversión y el precio de la demanda de bienes de capital, ajustados en función de los riesgos del prestatario y el prestamista. Durante la fase ascendente (descendente) del ciclo, los riesgos del prestamista y el prestatario disminuyen (aumentan) y, en consecuencia, las empresas están dispuestas a incrementar (reducir) su apalancamiento para financiar un mayor (menor) volumen de inversión.

Supongamos, como hace Minsky (1980a, 1980b, 1986, págs.193 y 194 y 1975, pág. 114), que durante una fase ascendente del ciclo la inversión agregada supera el nivel previsto y que, como resultado, se obtienen más beneficios de los previstos. El mayor nivel de beneficios esperados se traducirá en unos fondos internos superiores a los previstos, un aumento de la disposición de los prestatarios a endeudarse (reducción del riesgo del prestamista) y un incremento en el precio de demanda de los activos fijos debido tanto a las expectativas de mayores cuasirrentas como a la disminución del riesgo de los prestatarios. Esta última disminución deriva del aumento de la confianza en que los beneficios futuros superarán los compromisos de deuda (De Antoni, 2007). Además, el

¹¹ Véase Pérez Caldentey, Nalin y Rojas (2021) para un análisis de las limitaciones de las exigencias de capital recomendadas en Basilea I, II y III.

riesgo del prestatario baja con el aumento del tipo de capitalización provocado por el incremento de la liquidez, que es característico de la fase ascendente del ciclo y limita el valor dado a la liquidez y aumenta el valor dado a los activos no monetarios, incluidos los bienes de capital (Minsky, 1975, págs. 102 a 105)¹².

Para que la fase ascendente del ciclo genere fragilidad e inestabilidad financieras deben cumplirse dos condiciones. En primer lugar, los compromisos de deuda tienen que aumentar a un ritmo más rápido que los ingresos subyacentes que sustentan ese endeudamiento. En segundo lugar, la composición de la deuda tiene que inclinarse hacia el corto plazo (Minsky, 1995, pág. 201).

Además, en opinión de Minsky, la fragilidad financiera depende del grado de interconexión del sistema financiero. Como explican Minsky y Campbell (1988): las quiebras bancarias se producen principalmente por la interdependencia de los compromisos de pago y las transacciones de creación de posiciones entre las distintas instituciones y entidades. Además, según Minsky, la situación financiera de una institución individual depende del comportamiento de la economía y los mercados financieros (Minsky, 1976).

El funcionamiento normal de los mercados financieros entraña que se cumplan una serie de expectativas optimistas en lo que respecta a los flujos de beneficios (a saber, las cuasirrentas). En este contexto, la posibilidad de que se produzcan crisis puede derivar de factores que defrauden estas expectativas. Según Minsky (1975, pág. 115), entre esos factores se incluyen el aumento de los salarios o los costos de producción, los efectos del incremento de los tipos de interés respecto del valor de deudas más antiguas a largo plazo o el alto costo de reembolsar la deuda anterior. A esa lista se pueden añadir las restricciones de préstamo más estrictas, el incumplimiento de los compromisos de pago por parte de una institución importante del sector empresarial, ya sea financiero o no financiero, y el aumento de los tipos de interés (Randall Wray, 2017, pág. 33). La venta generalizada de activos (cuya falta de liquidez se ha intensificado tras un período de auge) para conseguir efectivo y poder hacer frente así a los compromisos de deuda hace que bajen el precio de los activos fijos, el precio de demanda de los bienes de capital y, en general, el valor de los activos.

El proceso descrito también puede abarcar un papel clave del tipo de interés a corto plazo, que Minsky entiende como el resultado de combinar

¹² La teoría de Minsky sobre la fase ascendente del ciclo y la transición de estructuras financieras robustas a otras frágiles también presupone una estructura determinada de los tipos de interés. Por ejemplo, cuando predomina un tipo de financiamiento cubierto, Minsky identifica una estructura de tipos de interés favorable a las oportunidades de beneficio, que alienta a financiar la inversión con pasivos líquidos a corto plazo (González y Pérez Caldentey, 2012).

la creciente demanda inelástica de financiamiento con una oferta inelástica de financiamiento (o apenas menor que infinitamente elástica), a la hora de provocar una recesión y caída (Minsky, 1982b, pág. 107)¹³.

En perfecta analogía con la descripción de la fase ascendente del ciclo, en la que el aumento de las inversiones conlleva un incremento del apalancamiento, la contracción de las inversiones conduce a un proceso de desapalancamiento.

En las obras de Minsky se utiliza como hilo conductor la idea de que la evolución de las economías es un proceso supeditado histórica e institucionalmente¹⁴. De acuerdo con este enfoque, la regulación financiera no solo debe reflejar las condiciones económicas actuales y previstas, sino que también debe ser específica para cada institución y corriente (Kregel, 2014, pág. 7) y a fin de seguir siendo eficaz, debe reevaluarse con frecuencia y ser coherente con la evolución de las estructuras financieras y de mercado (Minsky y Campell, 1988, citado en Kregel, 2014, pág. 8). Las modificaciones en la estructura institucional del sistema financiero deben ir acompañadas de cambios en la estructura de regulación y supervisión (Kregel, 2014, págs. 7 y 8; Minsky y Campbell, 1988). Es decir, las regulaciones financiera y macroprudencial no pueden permanecer impasibles y estáticas a lo largo del tiempo, sino que deben concebirse en términos dinámicos (regulación macroprudencial dinámica).

C. Limitaciones del análisis de Minsky

A pesar de todas sus bonanzas, el enfoque de la regulación financiera propuesto por Minsky adolece de dos importantes limitaciones.

En primer lugar, el tipo de ciclo financiero concebido por Minsky corresponde a un ciclo de auge y caída. Las caídas están necesariamente precedidas de auges, y el grado de la caída está relacionado con la magnitud del auge. Para Minsky, la fragilidad financiera siempre es ascendente; de modo que la transición de la estabilidad a la inestabilidad se produce durante la fase ascendente del ciclo (“la trayectoria de la inestabilidad básica es ascendente” (Minsky, 1980b, pág. 517 y 1980a, pág. 83)¹⁵.

¹³ El aumento del tipo de interés a corto plazo se traduce en una subida del tipo de interés a largo plazo. Ambos tienen efectos opuestos en el precio de demanda de los activos fijos y el precio de oferta de los bienes de inversión. La subida del tipo de interés a corto plazo aumentará el precio de oferta de los bienes de capital, mientras que la subida del tipo de interés a largo plazo reducirá el valor actual de las cuasirrentas y, por tanto, el precio de demanda de los bienes de inversión. Esto provocará una caída de la inversión, lo que reducirá los beneficios esperados. A su vez, esto deteriorará la confianza de las empresas en poder cumplir con sus compromisos financieros, lo que aumentará los riesgos tanto de los prestatarios como de los prestamistas y reforzará la contracción de las inversiones.

¹⁴ Esta expresión se basa en Godley y Cripps (1983, pág. 44).

¹⁵ Minsky sostiene que los patrones de financiamiento frágiles tardan en surgir debido a cuatro factores: i) los límites impuestos por el riesgo del prestatario y el prestamista; ii) el conservadurismo y la ortodoxia como barreras que impiden incorporar las innovaciones financieras; iii) el refinanciamiento asegurado por las organizaciones que se dedican al financiamiento especulativo; y iv) el aumento de los beneficios y los fondos internos (Minsky, 1986, págs. 211 a 213).

Desde el punto de vista de este documento, los ciclos pueden diferir en el tiempo. Además de caracterizarse por episodios de auge y caída, también pueden seguir patrones que no se ajustan a esas subidas y bajadas. En el caso particular de América Latina y el Caribe, los datos empíricos disponibles desde principios de la década de 1980 muestran una disminución persistente de la tasa tendencial de crecimiento del PIB regional. Los datos disponibles para el período comprendido entre 1950 y 2019 muestran que la tasa de crecimiento del PIB regional se redujo de un promedio del 5,6% en el período 1951-1980, al 2,5% en el período 1981-2009 y al 1,9% en el período 2010-2019 (Nalin, Rojas y Pérez Caldentey, 2021).

En las décadas de 1980 y 1990, la región de América Latina y el Caribe se vio afectada por una serie de crisis financieras recurrentes, que incidieron negativamente en la trayectoria de crecimiento de la región. Entre ellas se incluyen la crisis de la deuda de los años ochenta; la crisis del “tequila” (1994-1995); la crisis del Este asiático (1997-1998); la crisis brasileño-rusa (1999); la crisis argentina (2001-2002), y la crisis financiera mundial (2008-2009).

No obstante, el mismo argumento no explica el descenso de la tasa de crecimiento económico ocurrido entre 2010 y 2019 (6,2% y 0,1%, respectivamente), que, de hecho, es uno de los más acusados de los que se tiene constancia, ya que no se produjeron perturbaciones ni crisis económicas de la magnitud de las registradas entre 1981 y 2009. En ese sentido, un planteamiento adecuado de las causas del crecimiento, y también de las fluctuaciones empresariales, debe desbancar la teoría basada en los auges y las caídas que se aplica en gran parte de la bibliografía sobre este tema.

La segunda limitación es la naturaleza microeconómica del análisis de Minsky, que conduce a la denominada “paradoja de la deuda”. La explicación de los ciclos financieros de auge y caída dada por Minsky se basa en la extrapolación del análisis de una empresa representativa al nivel macroeconómico (Minsky, 1975, 1982c y 1986). Su análisis presupone una restricción financiera invariable (una curva determinada de beneficios no distribuidos) que, en última instancia, lleva a caracterizar los ciclos económicos como ciclos de apalancamiento y desapalancamiento. Sin embargo, al mismo tiempo, sobre la base de Kalecki (1954), Minsky sostiene que la restricción financiera depende de las fases del ciclo económico.

En consecuencia, cuando varía el nivel de inversión, también debe cambiar el nivel de beneficios agregados. Esto tiene que generar un cambio en los beneficios de la empresa representativa y en su capacidad para financiar las inversiones con los beneficios no distribuidos. Por consiguiente, cuando la percepción de los riesgos del prestatario y el prestamista modifica el nivel de inversión, también tiene que cambiar la restricción financiera interna de la empresa representativa. Esto significa

que podría no darse la condición básica para generar los ciclos de apalancamiento y desapalancamiento que constituyen el elemento central de la hipótesis de la inestabilidad financiera.

Por lo tanto, las fases ascendentes del ciclo pueden coexistir con el desapalancamiento, del mismo modo que las fases descendentes pueden coexistir con el apalancamiento. Esto implica que la deuda y la fragilidad financiera están inversamente correlacionadas, y que la deuda y la inversión se mueven de forma anticíclica. En consecuencia, los ciclos económicos pueden mostrar patrones de apalancamiento opuestos a los descritos por Minsky¹⁶.

III. Regulación macroprudencial: un enfoque alternativo

En las siguientes secciones se presenta un marco macroprudencial alternativo que se basa tanto en los enfoques económicos tradicionales como en los poskeynesianos, aunque especialmente en estos últimos, al tiempo que intenta corregir las deficiencias descritas anteriormente. El marco se apoya en las ideas desarrolladas en una serie de artículos complementarios (Pérez Caldentey, Nalin y Rojas, 2021; Nalin, Rojas y Pérez Caldentey, 2021).

El marco se sustenta en los siguientes cinco principios o directrices principales: i) la fragilidad financiera es endógena y deriva del funcionamiento normal de las economías de mercado impulsadas por el afán de lucro; ii) la fragilidad financiera puede originarse tanto en el sector financiero como en el sector real de una economía; iii) los ciclos financieros no están necesariamente impulsados por auges y caídas, y la fragilidad financiera no tiene por qué originarse en un momento de auge económico; iv) las políticas macroprudenciales deben considerarse desde una perspectiva dinámica, es decir, deben tener en cuenta los cambios en la arquitectura y estructura financieras internacionales y ser específicas para cada región o país; y v) la regulación y las directrices macroprudenciales requieren un marco verdaderamente macroeconómico.

Estos principios se plasman en la concepción de un modelo stock-flujo específico para América Latina y el Caribe que comprende cinco sectores (Gobierno, banco central, sector financiero, sector privado y sector externo). El modelo da por sentado que, como ocurre en otras economías en desarrollo, los países de América Latina tienen restricciones en lo que respecta a la balanza de pagos, si bien esa limitación externa

¹⁶ La posibilidad de incurrir en la paradoja de la deuda ha sido señalada por varios autores poskeynesianos, que rebaten la afirmación de Minsky de que durante las expansiones la deuda crece a un ritmo mayor que los ingresos subyacentes que la sustentan (Lavoie y Seccareccia, 2001; Bellofiore y Halevi, 2011; Passarella, 2012). Véase González y Pérez Caldentey (2012) para un análisis econométrico de la paradoja de la deuda en el caso de América Latina.

es principalmente financiera. Los ciclos financieros están impulsados por factores externos y los mecanismos de transmisión son específicos del contexto latinoamericano.

Las ecuaciones específicas del modelo se basan en trabajos empíricos previos (estadística descriptiva y econometría), que ejemplifican los principales mecanismos de transmisión que dan vida a la narrativa del ciclo financiero. De este modo, se vinculan los factores externos, domésticos, financieros y reales de manera coherente y se simula debidamente el desempeño económico de América Latina durante el período comprendido entre 2000 y 2020 (Nalin, Rojas y Pérez Caldentey, 2021). Esos mecanismos de transmisión son:

- i) La elevada sensibilidad del precio de los bonos a los tipos de interés internacionales, que ha aumentado desde la crisis financiera mundial (2008-2009);
- ii) La alta correlación entre las variaciones del tipo de cambio nominal y la correlación inversa del índice de bonos de mercados emergentes (EMBI)¹⁷ entre la tendencia del riesgo soberano medido por el EMBI y la depreciación o apreciación nominal de la moneda. La depreciación (prevista o efectiva) de la moneda nacional se asocia a una mayor percepción del riesgo y puede provocar fácilmente una fuga de capitales (BPI, 2019). Los datos empíricos recabados sobre América Latina muestran una correlación positiva y estadísticamente significativa entre las tasas de variación del EMBI y las tasas de variación del tipo de cambio nominal (por ejemplo: Argentina, 0,21; Brasil, 0,71; Chile, 0,46; Colombia, 0,64; México, 0,63; y Perú, 0,39) (Abeles, Pérez Caldentey y Porcile, 2020);
- iii) La elevada asociación entre el riesgo soberano y el del sector empresarial no financiero, que se refleja en la correlación positiva y estadísticamente significativa entre el EMBI y el índice de bonos de mercados emergentes corporativos (CEMBI);
- iv) La correlación positiva entre el EMBI, el CEMBI y el servicio de la deuda externa;
- v) La relación no lineal entre el flujo de caja y la inversión; por debajo de un determinado umbral de apalancamiento (deuda), el flujo de caja (derivado de la emisión de bonos en los mercados

¹⁷ El índice de bonos de mercados emergentes es el principal indicador del riesgo de las economías emergentes. Se calcula como el diferencial entre el tipo de interés que pagan los países por los bonos denominados en dólares emitidos por dichas economías y los bonos del Tesoro de los Estados Unidos, que se consideran libres de riesgo. Este índice se basa en el comportamiento de la deuda externa emitida por cada país. Cuanto más incierta sea la capacidad de un país para cumplir sus obligaciones, mayor será su EMBI, y viceversa. El tipo mínimo que un inversor necesitaría para invertir en un determinado país equivaldría al tipo aplicado a los bonos del Tesoro de Estados Unidos (libres de riesgo) más el EMBI. En este razonamiento se da por sentado que los cambios en el EMBI son endógenos a los cambios en el tipo de cambio nominal. Véase BPI (2019).

financieros internacionales) y la inversión (y, obviamente, la deuda) tienen una relación positiva y por encima del umbral una relación negativa. Una hipótesis se centra en la dinámica entre el flujo de caja de la empresa y la inversión, y sostiene que ambas variables tienen una relación no lineal. Más allá de ese umbral, la relación se vuelve negativa, ya que las empresas pueden sentirse más limitadas desde el punto de vista financiero, y eso puede empujarlas a aumentar los beneficios no distribuidos y las tenencias de efectivo con miras a protegerse frente a la falta de liquidez y, en última instancia, la insolvencia¹⁸. Otra hipótesis sostiene que las empresas no financieras se convierten en intermediarios financieros al captar la liquidez internacional mediante la emisión de bonos e invertir una cantidad cada vez mayor en activos financieros (Advjiev et al., 2014; De Camino, Vera y Pérez Caldentey, 2023).

- vi) Los datos recabados muestran que la región ha venido recibiendo cada vez más entradas de dinero dirigidas a activos financieros por parte de empresas situadas fuera de la región. Estos flujos se han canalizado a través del crédito comercial y los préstamos y depósitos transfronterizos y, en especial, los préstamos entre empresas¹⁹. Esta hipótesis implica que el uso extensivo del mercado internacional de bonos por parte del sector empresarial no financiero no ha ido acompañado de un aumento de la inversión, sino que está asociado a una estrategia de acumulación financiera²⁰.

El funcionamiento del ciclo financiero, sus orígenes y sus mecanismos de transmisión y propagación pueden ilustrarse con una política monetaria expansiva como la aplicada actualmente por la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de los Estados Unidos y otros grandes bancos centrales. La política monetaria expansiva consiste en bajar el tipo de interés oficial a corto plazo a cero o a niveles cercanos (en valores nominales) y aumentar los balances de los bancos centrales, como resultado de la compra de valores públicos.

¹⁸ Una estimación econométrica que relaciona la inversión en activos tangibles con el flujo de caja según el grado de apalancamiento para 270 empresas de seis países latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), en el período comprendido entre 2010 y 2016, muestra que cuando el apalancamiento supera el umbral del 0,77, un aumento del 1% en el flujo de caja sobre los activos se asocia a una reducción de la inversión de entre el 0,24% y el 0,25%. En cuanto al crecimiento de los activos tangibles, la ecuación estimada muestra que, cuando el apalancamiento supera el umbral del 0,77, un aumento del 1% del flujo de caja sobre los activos se asocia a una reducción del 0,75% en la tasa de crecimiento de los activos tangibles (Pérez Caldentey, Favreau-Negrón y Méndez Lobos, 2019).

¹⁹ Esta explicación contrasta con la teoría que atribuye el descenso de la inversión a factores reales como, por ejemplo, la falta de competitividad derivada de la apreciación del tipo de cambio real.

²⁰ Véanse Advjiev, Chui y Shin (2014), Rodrigues-Bastos, Kamil y Sutton (2015), y Pérez Caldentey y Vernengo (2021).

A su vez, la expansión de los balances de los bancos centrales se traduce en una disminución de la tasa de rentabilidad al vencimiento de los valores públicos. Ese descenso empuja a los inversores a buscar una mayor rentabilidad (mayores rendimientos) y a demandar bonos soberanos y empresariales de países en desarrollo para invertir en ellos. En cuanto a la oferta, los Gobiernos y las empresas no financieras están dispuestos a aprovechar las condiciones financieras externas favorables para emitir deuda. Como resultado, aumentan las entradas brutas de financiamiento a corto plazo, al tiempo que incrementa el nivel de endeudamiento de los Gobiernos y las empresas no financieras.

Asimismo, el aumento de las entradas financieras brutas a corto plazo puede provocar una apreciación del tipo de cambio nominal, lo que a su vez conduce a una disminución del riesgo de los bonos soberanos (EMBI) y corporativos no financieros (CEMBI) y a la ulterior reducción de los costos por préstamos. Además, la apreciación del tipo de cambio mejora las condiciones del balance al reducir los costos del servicio de la deuda externa de los Gobiernos y las empresas (en el caso de las empresas que trabajan con moneda nacional) y, también, la cuantía de deuda. En el caso de las empresas, se reducen los desajustes monetarios y, en consecuencia, el patrimonio neto aumenta. Por último, la apreciación del tipo de cambio nominal permite obtener beneficios extraordinarios a los inversores extranjeros que poseen bonos nacionales emitidos en moneda nacional.

Este conjunto de factores puede sentar las bases para un movimiento alcista consistente en el aumento de las entradas brutas a corto plazo, la apreciación de los tipos de cambio nominales y el incremento de los niveles de endeudamiento. Se trata de tres hechos estilizados observados en el período comprendido entre 2010 y 2019.

El impacto de estos factores financieros en el desempeño del sector real dependerá de la rentabilidad, de la utilización de la capacidad real en relación con la capacidad normal y, también, del apalancamiento. Como se ha explicado anteriormente, hasta un determinado umbral de apalancamiento, el aumento de la deuda puede incrementar la inversión. Más allá de ese umbral, el aumento de la deuda no se traduce en un incremento de la inversión. En consecuencia, el aumento de los flujos financieros, la apreciación del tipo de cambio y el incremento de la deuda coexisten con un descenso de la inversión.

En la siguiente sección se presenta un sólido modelo stock-flujo que incorpora estos mecanismos de transmisión, que llegaron a caracterizar el funcionamiento de las economías de América Latina y el Caribe en la década de 2000 y, especialmente, tras la crisis financiera mundial (2008-2009). Esto también es aplicable a otras economías en desarrollo.

Sobre la base de lo examinado en el presente artículo y del análisis de la regulación macroprudencial, a nivel conceptual y práctico, en África, Asia y América Latina que figura en Pérez Caldentey, Nalin y Rojas (2021), en el presente documento se aplican una serie de medidas macroprudenciales al ciclo financiero derivado del funcionamiento del modelo stock-flujo. Entre esas medidas se incluyen restringir el apalancamiento mediante el aumento de los beneficios no distribuidos y fijar un límite máximo al endeudamiento en moneda extranjera, además de limitar la especulación. El modelo también incorpora la regla de sostenibilidad de la deuda propuesta por la UNCTAD para los Gobiernos²¹.

IV. Breve descripción del modelo stock-flujo

El modelo stock-flujo, que se presenta a continuación en forma de matriz de flujos de transacciones, abarca cinco sectores institucionales: i) el sector privado, que incluye los hogares y las empresas no financieras; ii) el sector financiero; iii) el sector público, que incluye el Gobierno central del país y las empresas públicas, tanto financieras como no financieras; iii) el banco central; y iv) el resto del mundo que, según Valdecantos (2016), representa a los socios extranjeros vinculados a la economía doméstica a través de los mercados internacionales comerciales y de capitales.

El modelo incluye cinco activos financieros, a saber: i) la deuda pública emitida en moneda nacional y extranjera y adquirida tanto por el sector privado como por el financiero, así como por el resto del mundo; ii) la deuda privada emitida en moneda nacional y extranjera y adquirida por el sector financiero y el resto del mundo; y iii) la deuda emitida por el resto del mundo y adquirida por los sectores público y privado en forma de inversión o de acumulación de reservas. También se consideran dos tipos de préstamos bancarios directos, a saber, los préstamos y los créditos al consumo para el sector privado.

Una de las principales novedades del modelo son las variables de las primas de riesgo asociadas al EMBI y el CEMBI. Afectan a una serie de variables reales y financieras, como la inversión privada, las expectativas del tipo de cambio, las primas de los tipos de interés y la demanda de activos nacionales por parte del resto del mundo. El modelo también considera explícitamente el papel de la deuda —y, en particular, de los desajustes— a la hora de determinar la trayectoria de las variables financieras. El modelo aplica una regla de sostenibilidad de la deuda a los Gobiernos para capturar (reflejar) la relación entre la dinámica financiera y la política fiscal.

²¹ Véanse De Freitas Bhering (2021) y Schonerwald da Silva (2021).

Cuadro VIII.4
Matriz de flujo de transacciones

		Producción	Sector privado		Sector financiero		Sector público		Banco central		Resto del mundo	Σ
			Corriente	Capital	Corriente	Capital	Corriente	Capital	Corriente	Capital		
Consumo		$+C_d$	$-C_d$									0
Inversión		$+I^k$		$-I^k$								0
Gasto público		$+G_d$					$-G_d$					0
Importaciones		$-IM$									$+IM$	0
Exportaciones		$+X$									$-X$	0
[PIB]		$[-Y]$	$[+Y]$									$[Y]$
Intereses sobre	Bonos del Estado (moneda nacional)		$+int_p^g$		$+int_{fs}^g$		$-int^g$		$+int_{bc}^g$		$+int_{row}^g$	0
	Bonos del Estado (moneda extranjera)		$+int_p^{sg}$		$+int_{fs}^{sg}$		$-int^{sg}$				$+int_{row}^{sg}$	0
	Deuda privada		$-int^p$		$+int_{fs}^p$		$+int_g^p$				$+int_{row}^p$	0
	Deuda privada en moneda extranjera		$-int^{sp}$								$+int_{row}^{sp}$	0
	Bonos del resto del mundo		$+int_p^{row}$		$+int_{fs}^{row}$				$+int_{bc}^{row}$		$-int^{row}$	0
	Depósitos públicos						$+int_{mmg}^{cb}$		$-int_{mmg}^{cb}$			0
	Depósitos privados		$+int_{mmg}^{fs}$		$-int_{mmg}^{fs}$							0
	Créditos al consumo		$-intc^p$		$+int_{fs}^p$							0
	Anticipos				$-int^{afs}$				$+int_{cb}^{afs}$			0
	Préstamos		$-int^{lp}$		$+int^{lp}$							0
Préstamos (en moneda extranjera)				$-int^{slfs}$						$+int^{slfs}$	0	

Cuadro VIII.4 (conclusión)

	Producción	Sector privado		Sector financiero		Sector público		Banco central		Resto del mundo	Σ
		Corriente	Capital	Corriente	Capital	Corriente	Capital	Corriente	Capital		
Beneficios financieros (dividendos)						$+FB_g^{bc}$		$-FB^{bc}$			0
[Ingreso nacional bruto]		$[GNI_{PS}]$		$[GNI_{FS}]$		$[GNI_{GS}]$					$[GNI]$
Impuestos		$-T$		$-T$		$+T$					0
Ahorros		$[S_{PS}]$		$[S_{FS}]$		$[S_{GS}]$				$[S_{ROW}]$	0
Capital		$+K$									$-K$
Existencias		$+IN$									$-IN$
Bonos del Estado (moneda nacional)			$-B_p^g$		$-B_{fs}^g$		$+B^g$		$-B_{bc}^g$	$-B_{row}^g$	0
Bonos del Estado (moneda extranjera)			$-B_p^{sg}$		$-B_{fs}^{sg}$		$+B^{sg}$			$-B_{row}^{sg}$	0
Deuda privada			$+D^p$		$-D_{fs}^p$		$-D_g^p$			$-D_{row}^p$	0
Deuda privada en moneda extranjera			$+D^s$							$-D_{row}^s$	0
Bonos del resto del mundo			$-B_p^{row}$		$-B_{fs}^{row}$				$-B_{bc}^{row}$	B^{row}	0
Base monetaria			$+H^{bc}$						$-H^{bc}$		
Depósitos públicos							$-M^g$		$+M^g$		0
Depósitos privados			$-M^p$		$+M^p$						0
Créditos al consumo			$+Cc$		$-Cc$						
Anticipos					$+A^{fs}$				$-A^{fs}$		0
Préstamos			$+L_p^{fs}$		$-L_p^{fs}$						0
Préstamos (en moneda extranjera)					$+L_{fs}^{srow}$					$-L_{fs}^{srow}$	
Σ	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Fuente: Elaboración propia.

En las siguientes secciones se presentan y explican los fundamentos de la especificación del modelo para cada uno de los sectores examinados. La especificación del sector real es, en su mayor parte, estándar y se ajusta a lo descrito en Godley y Lavoie (2007) y Lavoie y Zezza (2012). Las características más innovadoras del modelo están relacionadas con la especificación del sector financiero y su interacción con el sector real.

A. Producción, ingresos y riqueza

El consumo, junto con la inversión privada, el gasto público y el comercio con el resto del mundo, determina el nivel de ventas. Las ventas previstas dependen del nivel de ventas anterior ajustado al crecimiento del PIB mundial. Como no se presupone una situación de pleno empleo, en cada período se toma como objetivo un nivel de existencias por parte del sector de la producción. Las ventas previstas y la desviación del nivel de existencias respecto del objetivo fijado determinan el nivel de producción. Por último, el PIB nominal se obtiene multiplicando el nivel de ventas por un índice de precios interno.

$$(1) \quad c = \alpha_1 y d^e + \alpha_2 v_{-1}$$

Ventas

$$(2) \quad s = c + i + g + (x - m)$$

Producción total

$$(3) \quad y = s^e + (in^T - in_{-1})$$

Ventas previstas

$$(4) \quad s^e = \beta \cdot s_{-1} + (1 - \beta) \cdot \Delta Y_{row}$$

Objetivo de existencias

$$(5) \quad in^T = \gamma \cdot s^e$$

Existencias reales

$$(6) \quad in = y - s$$

= PIB nominal

$$(7) \quad Y = s \cdot p$$

El consumo del sector privado se determina en función de la riqueza y los ingresos disponibles reales previstos. La especificación de los ingresos renta se basa en la tradición de High-Simmons, que la define como la suma de los flujos reales (salarios ganados) y financieros (intereses sobre los activos poseídos), ajustados según el tipo impositivo, θ . La proporción de los ingresos que no se consumen aumenta la riqueza.

Ingreso disponible

$$(8) YD = (Y + int_p^g + int_p^{sg} - int_g^p - int_{row}^{sp} + int_p^{row} + CG_{-1}) \cdot (1 - \theta)$$

Consumo

$$(9) c = \alpha_1 yd^e + \alpha_2 v_{-1}$$

Ingreso disponible previsto

$$(10) yd^e = \beta_1 \cdot yd_{-1}$$

Riqueza

$$(11) \Delta V = YD - C$$

Los precios de venta se obtienen aplicando un margen de beneficio sobre el costo unitario histórico, de modo que este último se determina en función de su valor retardado y del costo unitario nominal (relación entre el costo salarial y la producción física). El nivel de empleo depende de la desviación del nivel actual de empleo con respecto al nivel fijado como objetivo y, a su vez, este último depende de la producción y la productividad. Los salarios y la productividad crecen con arreglo a gr , un parámetro exógeno.

Precio de venta

$$(12) p_s = (1 + \pi) * UC$$

Costo unitario

$$(13) UC = \frac{((WB) + M + int^p + int_{row}^{sp})}{y}$$

Costo salarial

$$(14) WB = W \cdot N$$

Nivel de empleo

$$(15) N = N_{-1} + \Omega_n \cdot (N_{-1} - N^T)$$

Objetivo de empleo

$$(16) N^T = N_{-1}^T + \Omega_{n1} \left(\frac{y_{-1}}{pr_{-1}} \right)$$

Productividad

$$(17) pr = pr_{-1} \cdot (1 + gr)$$

Salarios

$$(18) W = w_{-1} \cdot (1 + gr)$$

Ganancias de capital

$$(19) CG = (B_{p-1}^s + B_{p-1}^{row}) \cdot \Delta E$$

B. Acumulación de capital y deuda privada

El nivel de inversión se determina dentro del sector privado. En cada período, los flujos de inversión varían en función de cómo evolucionen la depreciación del capital (una proporción fija de las existencias de capital) y un índice de confianza en la inversión, Δi_c . Las expectativas son cruciales para la inversión. Las perspectivas de rentabilidad futura, π^e , dependen de dos elementos: la rentabilidad de la inversión y una prima de riesgo empresarial, CEMBI, que se define a continuación. A su vez, las expectativas, junto con la tasa de crecimiento del resto del mundo, ΔY_{ROW} , determinan el índice de confianza en la inversión, i_c . El parámetro δ rige el impacto de π^e en i_c . Su valor depende del apalancamiento de las empresas, es decir, de la relación entre la deuda y el capital (D / K). El parámetro δ no es fijo, sino que disminuye cuando el apalancamiento de las empresas supera un umbral determinado (Pérez Caldentey, Favreau Negront y Méndez Lobos, 2019).

Además, el modelo incluye el parámetro, δ_1 , que capta el efecto del crecimiento mundial en las expectativas. Este parámetro también presenta una relación no lineal con i_c , que pretende reflejar el impacto de una contracción mundial en el desempeño de la economía nacional. Cuando el crecimiento del PIB mundial es negativo, el parámetro aumenta a fin de tener en cuenta el efecto de esa perturbación real externa negativa. La especificación adoptada aquí permite que los flujos de inversión estén estrechamente relacionados con el desarrollo de los sectores interno, externo y financiero.

Acumulación de capital

$$(20) \Delta k = i - d \cdot k_{-1}$$

Inversión privada

$$(21) i = (dp \cdot k_{-1}) \cdot p_d + i_{-1} \cdot \left(\frac{\Delta i_c}{i_{c-1}} \right)$$

Índice de confianza

$$(22) i_c = \delta \cdot \pi^e + \delta_1 \Delta Y_{ROW}$$

Beneficios previstos

$$(23) \pi^e = \zeta_1 \cdot \frac{F_{-1}}{L_{-1}} + (1 - \zeta_1) \cdot \Delta cemb_{-1}$$

Beneficios totales

$$(24) F = YD - UC \cdot y - int^p - int_{ROW}^{pfx} + int_p^g + int_{pfx}^g - cons + WB + depreciation_p$$

Los beneficios privados, F , se calculan como la diferencia entre los ingresos y los costos reales y financieros. Cuando F es positivo, una parte de los beneficios no se distribuyen dentro del sector privado con

miras a financiar la inversión. Los beneficios no retenidos se utilizan de dos maneras: una parte se destina al reembolso de la deuda acumulada anteriormente, y el resto se distribuye al sector privado, que lo utiliza para comprar activos financieros. Si las necesidades de inversión son inferiores a los beneficios no distribuidos que se destinan a financiarla, el excedente de beneficios se utilizará para acumular más activos financieros.

$$(25) Fr = \theta_f \cdot F$$

Beneficios distribuidos

$$(26) Fd = FdT - Fdc$$

Beneficios no retenidos

$$(27) FdT = (1 - \theta_f) \cdot F$$

Beneficios no retenidos y utilizados para pagar la deuda

$$(28) Fdc = \theta_{faT} * FdT$$

Excedente de beneficios

$$(29) Frn = Fr - i \quad \text{if } Fr > i$$

Restricción presupuestaria privada

Cuando la inversión es superior a los beneficios no distribuidos, el sector privado emite deuda (ΔD^t), una parte de la cual (δ_{cd}) está denominada en moneda extranjera. Según los datos empíricos disponibles para América Latina, el 25% del total de la deuda está emitida en moneda extranjera. En consecuencia, δ se fija en 0,75.

En el mercado nacional, hay dos tipos de instrumentos de renta fija disponibles en moneda nacional para financiar la inversión, los bonos y los préstamos. La proporción entre los bonos y los préstamos en moneda nacional viene dada por ΔL_p^d .

Beneficios no distribuidos

$$(30) \Delta D^t = I - Fr$$

Total de deuda privada (moneda nacional)

$$(31) \Delta D^{tlc} = \delta_{cd} \cdot \Delta D^t$$

Proporción de la deuda privada emitida como bonos (moneda nacional)

$$(32) \Delta D^p = \delta_d \cdot \Delta D^{tlc}$$

$$(33) \delta_d = \delta_{d0} + \delta_{d1} \left(\frac{(1+i^p)}{(1+i^p)} \right)$$

Préstamos solicitados por el sector privado en moneda nacional

$$(34) \Delta L_p^d = (1 - \delta_d) \cdot D^{tlc}$$

Total de deuda privada (moneda extranjera)

$$(35) \Delta D^{\$p} = (1 - \delta_{cd}) \cdot \Delta D^t$$

Asignaciones

Oferta de deuda privada al sector financiero (moneda nacional)

$$(36) \Delta D_{fs}^p = \min [\Delta D_{fsd}^p, \Delta D^p]$$

Oferta de deuda privada al resto del mundo (moneda nacional)

$$(37) \Delta D_{row}^p = \min [\Delta D^p - \Delta D_{fs}^p, \Delta D_{row}^p]$$

Oferta de deuda privada al Gobierno (moneda nacional)

$$(38) \Delta D_g^p = [\Delta D^p - \Delta D_{fs}^p - \Delta D_{row}^p, \Delta D_{row}^p]$$

El sector privado acumula riqueza a través de tres activos financieros, a saber, los bonos en moneda nacional y extranjera emitidos por el Gobierno nacional y los bonos emitidos por el resto del mundo en moneda extranjera. La demanda de cada activo depende de dos componentes. El primero es un parámetro exógeno que implica que, a pesar de las condiciones del mercado, el sector privado siempre demanda una proporción de esos activos. El segundo componente es endógeno, y se basa en las condiciones de “arbitraje” entre las tasas de rentabilidad (Godin y Yilmaz, 2020).

La demanda de bonos del Estado en moneda nacional por parte del sector privado depende del diferencial entre el tipo de interés nacional y la tasa de beneficio prevista del capital físico. La demanda de bonos en moneda extranjera por parte del Gobierno depende del arbitraje entre el tipo de interés nacional y el del resto del mundo. Por último, en el caso de los valores del resto del mundo, el comportamiento del sector privado se explica a partir del diferencial entre el tipo de interés nacional de los pasivos en moneda extranjera y el tipo de interés del resto del mundo.

Demanda de bonos del Estado por parte del sector privado

$$(39) \Delta B_{p,d}^g = \epsilon_1 \cdot F_d$$

Sensibilidad de la demanda de bonos del Estado por parte del sector privado

$$(40) \epsilon_1 = \epsilon_{10} + \epsilon_{11} \left(\frac{1+i^g}{1+\pi^e} \right)^{\sigma_b}$$

Demanda de bonos nacionales en dólares por parte del sector privado

$$(41) \Delta B_{p,d}^{\$g} = \epsilon_2 \cdot F_d$$

Sensibilidad de la demanda de bonos nacionales en dólares por parte del sector privado

$$(42) \epsilon_2 = \epsilon_{20} + \epsilon_{21} \left(\frac{1+i^{\$g}}{1+i^{row}} \right)^{\sigma_{b\$}}$$

Demanda de bonos del resto del mundo por parte del sector privado

$$(43) \Delta B_{pd}^{row} = \epsilon_3 \cdot F_d$$

Sensibilidad de la demanda de bonos del resto del mundo por parte del sector privado

$$(44) \epsilon_3 = \epsilon_{30} + \epsilon_{31} \left(\frac{1+i^{row}}{1+i^g} \right)^{\sigma_{row}}$$

C. Primas de riesgo y su relación con la inversión

La modelización del riesgo país percibido (*EMBI*) y del riesgo empresarial (*CEMBI*) es una de las novedades del modelo. Entre los factores determinantes de *EMBI* se encuentran la relación entre la deuda y el PIB, la relación entre la deuda externa y las reservas y las variaciones del tipo de cambio (FMI, 2010). Por su parte, el riesgo corporativo (*CEMBI*) se determina en función del riesgo país (*EMBI*), una prima (ϕ_0), el desajuste monetario $\frac{D^{sp}}{B_p^{row}}$ (es decir, la relación entre los pasivos y los activos extranjeros) y la relación entre los préstamos y el PIB.

$$(45) embi = \epsilon_0 + \epsilon_1 \cdot \left(\frac{B^g}{Y} \right) + \epsilon_2 \cdot \left(\frac{B^{sg}}{B_p^{row}} \right) + \epsilon_3 \cdot \Delta E$$

$$(46) cemb i = \phi_0 + \phi_1 \left(\frac{D^{sp}}{B_p^{row} + B_p^{sg}} \right) + \phi_2 \cdot embi + \phi_3 \cdot \left(\frac{D^{sp} + D^p}{Y} \right) + \phi_3 \cdot \left(\frac{L_{fs}^{row}}{Y} \right)$$

Si se sustituyen (71) y (72) por (22) y (23), y posteriormente se incorpora el resultado a (21), los flujos de inversión se expresan en función de las variables reales y financieras, es decir:

$$(47) i = (dp \cdot k_{-1}) \cdot p_d + i_{-1} \cdot \left\{ \left[\zeta_1 \cdot \frac{F_{-1}}{L_{-1}} + (1 - \zeta_1) \cdot \Delta \left[\phi_0 + \phi_1 \left(\frac{D^{sp}}{B_p^{row}} \right) + \phi_2 \cdot \left[(\epsilon_0 + \epsilon_1 \cdot \left(\frac{B^g}{Y} \right) + \epsilon_2 \cdot \left(\frac{B^{sg}}{B_p^{row}} \right) + \epsilon_3 \cdot \Delta E \right] \right] + \delta_1 \Delta Y_{ROW} \right. \right.$$

En resumen, los flujos de inversión están determinados por:

- La depreciación del capital real, $(dp \cdot k_{-1}) \cdot p_d$.
- La rentabilidad de la inversión, $\frac{F_{-1}}{L_{-1}}$.
- El desajuste monetario en el sector privado, $\left(\frac{D^{sp}}{B_p^{row}} \right)$.
- El nivel global de sostenibilidad de la deuda pública del Gobierno $\left(\frac{B^{sg}}{B_p^{row}}, \frac{B^g}{Y} \right)$ a raíz del efecto sobre las primas de riesgo.
- La fluctuación monetaria, ΔE .
- La tasa de crecimiento del resto del mundo, ΔY_{ROW} .

D. Sector externo

En la especificación de las ecuaciones del sector externo se adopta un enfoque estándar. La demanda de exportaciones e importaciones (en términos de tasas de crecimiento) depende del crecimiento del PIB externo e interno, así como del comportamiento del tipo de cambio nominal ajustado por la relación entre los precios externos e internos. Como es habitual, las cuentas corrientes y financieras rastrean el movimiento de los flujos financieros y reales entre el resto del mundo y la economía nacional.

Crecimiento de las exportaciones

$$(48) \Delta x = \eta_0 \cdot Y_{row}^{\eta_1} \cdot \left(E \frac{p^*}{p}\right)^{\eta_2}$$

Exportaciones reales

$$E. (49) X = x \cdot p$$

Crecimiento de las importaciones

$$F. (50) \Delta m = \eta_3 \cdot \frac{Y^{\eta_4}}{\left(E \frac{p^*}{p}\right)^{\eta_5}}$$

Importaciones reales

$$(51) M = m \cdot p$$

Cuenta corriente

$$G. (52) CAB = X - M - int_{B_{row}}^g - int_{BFX_{row}}^g - int_{d_{row}}^p - int_{dFX_{row}}^p + int_B^{row}$$

Cuenta de capital

$$H. (53) KAB = \Delta B_{row} + \Delta B_{row}^s + \Delta D_{row} + \Delta D_{row}^s - \Delta B^{row}$$

Por un lado, la demanda de bonos del Estado por parte del resto del mundo depende del crecimiento del PIB mundial ajustado por el parámetro ξ_1 , que varía en función de los diferenciales del tipo de interés y las expectativas monetarias. Por otro lado, la demanda de bonos del Estado emitidos en moneda extranjera por parte del resto del mundo está determinada por los diferenciales del tipo de interés. La suma de los bonos públicos ($\Delta B_{row}^g + \Delta B_{row}^g$) y privados ($\Delta D_{row}^s + \Delta D_{row}^p$) comprados por el resto del mundo equivale a los flujos financieros mundiales (WFF)..

La oferta total de valores por parte del resto del mundo a la economía nacional es la suma de los bonos del resto del mundo demandados por los sectores público y privado. En este caso, el modelo presupone que la oferta siempre se ajusta a la demanda, y que el tipo de interés internacional es exógeno. Además, como se preveía, el crecimiento del PIB mundial es exógeno.

Demanda de deuda privada por parte del resto del mundo (moneda nacional)

$$I. (54) \Delta D_{row}^p = (1 - \lambda) \cdot D^p$$

Demanda de deuda privada por parte del resto del mundo (moneda extranjera)

$$J. (55) \Delta D_{row}^{\$p} = \Delta D^{\$p}$$

Demanda de deuda pública por parte del resto del mundo (moneda nacional)

$$K. (56) \Delta B_{row,d}^g = \xi_1 \cdot (Y^{row})$$

$$(57) \xi_1 = \xi_{1_0} + \xi_{1_1} \cdot (i^{\$g} - i^{\$}) + \xi_{1_2} \cdot \Delta E^e$$

Demanda de deuda pública por parte del resto del mundo (moneda extranjera)

$$L. (58) \Delta B_{row,d}^{\$g} = \xi_2 \cdot Y^{row}$$

$$M. (59) \xi_2 = \xi_{2_0} + \xi_{2_1} \cdot (i^{\$g} - i^{\$})$$

Oferta de deuda por parte del resto del mundo

$$N. (60) \Delta B^{row} = \Delta B_p^{row} + \Delta B_g^{row} + \Delta B_{fs}^{row}$$

Flujos financieros mundiales (WFF)

$$O. (61) WFF = \Delta B_{row}^{\$g} + \Delta B_{row}^g + \Delta D_{row}^{\$p} + \Delta D_{row}^p$$

PIB del resto del mundo

$$P. (62) Y^{row} = \text{exogenous}$$

Tipo de interés internacional

$$Q. (63) i^{row} = \text{exogenous}$$

Obsérvese que, a efectos de coherencia, es importante considerar que en cada período la tenencia de activos extranjeros puede generar ganancias o pérdidas de capital en función de las variaciones del tipo de cambio:

$$R. (64) \text{Capital loss} = \Delta E \cdot B_p^{row}_{-1} + \Delta E \cdot B_p^{\$g}_{-1} - \Delta E \cdot D_{row-1}^{\$p}$$

$$S. (65) \text{Capital loss}_g = -\Delta E \cdot B_{-1}^{\$g}$$

$$T. (66) \text{Capital loss}_{ROW} = -\Delta E \cdot B_{-1}^{row} + \Delta E \cdot B_{row-1}^{\$g} + \Delta E \cdot D_{row-1}^{\$p} + \Delta E \cdot L_{fs}^{\$row}$$

$$U. (67) \text{Capital loss}_{CB} = \Delta E \cdot B_{cb-1}^{row}$$

$$V. (68) \text{Capital loss}_p = \Delta E \cdot B_{fs-1}^{row} = \Delta E \cdot B_{fs-1}^{\$g} - \Delta E \cdot L_{fs}^{\$row}$$

E. Sector público

El sector público recauda impuestos sobre la renta y una parte de ellos (T_d) se destinan al pago de la deuda pública. El gasto real fluctúa cada año según la tasa de crecimiento del gasto público, gr^g . Dicha tasa sigue una

regla estándar de sostenibilidad de la deuda, que se ajusta en función de la desviación entre la deuda real y el nivel de deuda fijado como objetivo (B_t^*); es decir, el gasto público podrá aumentarse siempre y cuando la deuda se mantenga por debajo del objetivo fijado. Ese objetivo depende de dos componentes. El primero es el diferencial entre el tipo de interés real fijado como objetivo y la tasa de crecimiento del producto ($r - \Delta Y$). El tipo de interés real fijado como objetivo, r , depende del tipo de interés nominal ajustado por la tasa de crecimiento de la deuda interna (∂_d) y externa (∂_f) y una prima de riesgo (φ^g , que se explica en la siguiente sección). El segundo componente es el déficit fiscal expresado como una proporción del PIB. Esta regla de sostenibilidad se reemplazará más adelante por la regla de sostenibilidad elaborada por la UNCTAD, que recoge las especificidades de los países en desarrollo.

Impuestos

$$D. (69) T = \theta \cdot Y$$

$$E. (70) T_d = \theta_{T_d} \cdot T$$

Gasto público

$$F. (71) G = G_{-1} + gr^g$$

Regla de sostenibilidad de la deuda

$$G. (72) gr_g = \varphi_0 + \varphi_1(B_t^* - B_t)$$

Nivel de deuda fijado como objetivo

$$H. (73) B_t^* = (r - \Delta Y) d + \frac{(G-T)}{y}$$

Tipo de interés real fijado como objetivo

$$I. (74) r = (i_g \cdot (\partial_d + (1 + \varphi^g) \cdot \partial_f))$$

El importe total de la deuda emitida depende de la restricción presupuestaria del sector público (*PSBR*), es decir, de la diferencia entre las entradas y salidas de la balanza pública, aliviada por los beneficios obtenidos por el banco central gracias a la tenencia de reservas, FB^{bc} . Una parte de la deuda, ΔB_{p_d} , se emite en moneda extranjera. La oferta de deuda equivale al valor que sea menor entre las demandas sectoriales ($-\Delta B_{p_d}^g$, $\Delta B_{row_d}^g$) para los bonos nacionales y $\Delta B_{p_d}^{g\$}$, $\Delta B_{row_d}^{g\$}$ para la deuda externa) y las necesidades financieras públicas totales, ΔB .

Restricción presupuestaria del sector público

$$J. (75) PSBR = G - T - int_b^g - int_{Bfx}^g + int_d^p + int_{B_g}^{row}$$

Oferta de deuda pública (moneda nacional)

$$K. (76) \Delta B = \zeta \cdot PSBR$$

Oferta de deuda pública (moneda extranjera)

$$L. (77) \Delta B^{\$} = (1 - \zeta) \cdot PSBR$$

Oferta de deuda pública al sector financiero (moneda nacional)

$$M. (78) \Delta B_{fs}^g = \min [\Delta B_{fsd}^g, \Delta B]$$

Oferta de deuda pública al sector privado (moneda nacional)

$$N. (79) \Delta B_p^g = \min [(\Delta B - \Delta B_{fs}^g), \Delta B_{pd}^g]$$

Oferta de deuda pública al resto del mundo (moneda nacional)

$$O. (80) \Delta B_{row}^g = \min [\zeta_{row} \cdot (\Delta B - \Delta B_{fs}^g - \Delta B_p^g), \Delta B_{rowd}^g]$$

Oferta de deuda pública al resto del mundo (moneda extranjera)

$$P. (81) \Delta B_{row}^{\$} = \min [\Delta B^{\$}, \Delta B_{rowd}^{\$}]$$

Oferta de deuda pública al sector financiero (moneda extranjera)

$$Q. (82) \Delta B_{fs}^{\$} = \min [\zeta_{fs} \cdot (\Delta B^{\$} - \Delta B_{row}^{\$}), \Delta B_{fsd}^{\$}]$$

Oferta de deuda pública al sector privado (moneda extranjera)

$$R. (83) \Delta B_p^{\$} = \min [(\Delta B^{\$} - \Delta B_{fs}^{\$} - \Delta B_{row}^{\$}), \Delta B_{pd}^{\$}]$$

Depósitos públicos en el sector financiero

$$S. (84) M^g = \text{superávit}$$

F. Tipos de interés y tipos de cambio

Según Godin y Yilmaz (2020), la oferta y la demanda de bonos pueden diferir y ajustarse a través de los tipos de interés. El tipo de interés nacional, i^g , depende del tipo de interés internacional, i^{row} , un diferencial, φ^g , y el riesgo soberano (*EMBI*). Sin embargo, también varía en función del exceso de demanda de deuda, calculado como la suma de la demanda del sector privado, los bancos centrales y el resto del mundo con respecto a la emisión total de deuda. El tipo de interés nominal de la deuda denominada en moneda extranjera se obtiene añadiendo al tipo de interés internacional una prima de riesgo, que depende del riesgo soberano (*EMBI*). Los tipos de interés nominales del sector privado sobre la deuda interna y externa se especifican de manera similar.

Tipo de interés nominal del Gobierno (moneda nacional)

$$G. (85) i^g = i^{row} + \tau_1 \cdot \left(\frac{\Delta B - \Delta B_{pd}^g - \Delta B_{rowd}^g - \Delta B_{cbd}^g}{\Delta B} \right) + (1 - \tau_1) \cdot \Delta embi + \varphi^g$$

Tipo de interés nominal del Gobierno (moneda extranjera)

$$H. (86) i^{\$g} = i^{row} + \varphi^{\$g}, \text{ where } \varphi^{\$g} = \varphi_0^{\$g} + \varphi_1^{\$g} \Delta embi_g$$

Tipo de interés nominal del sector privado (moneda nacional)

$$I. (87) i^p = i^g + \varphi^p, \text{ where } \varphi^p = \varphi_0^p + \varphi_1^p \Delta cembip$$

Tipo de interés nominal del sector privado (moneda extranjera)

$$J. (88) i^{\$p} = i^{\$g} + \varphi^{\$p}, \quad \text{where } \varphi^{\$p} = \varphi_0^{\$p} + \varphi_1^{\$p} \cdot \Delta cembip$$

La especificación del tipo de cambio nominal se basa en Lavoie y Daigle (2011). Además, se presupone que el tipo de cambio nominal sigue un proceso autorregresivo de orden 1 (AR(1)) y que se ve afectado por el “grado de racionalidad incorporado” en las expectativas y por los flujos financieros del resto del mundo hacia los países en desarrollo.

El parámetro Ψ (cuyos valores oscilan entre 0 y 1) determina el grado de racionalidad de las expectativas. Cuanto más se acerque el valor de este parámetro a 1, mayor será el grado de racionalidad. A su vez, las expectativas dependen de la composición del mercado de divisas.

Hay dos tipos de agentes: los fundamentalistas y los chartistas. Los fundamentalistas consideran la existencia de un fundamento, E^T , que está influido por los factores macroeconómicos tradicionales; en el presente estudio se hace una estimación de E^T con la media móvil de 3 años de E , asumiendo implícitamente que en un plazo de tres años se absorben las perturbaciones en E y que este tiende a converger con su trayectoria a largo plazo.

El riesgo soberano ($EMBI$) también influye en las expectativas de los fundamentalistas, que representan una extensión de lo descrito en Lavoie y Daigle (2011). Asimismo, habida cuenta de las condiciones específicas de América Latina y el Caribe, es importante incluir la relación de intercambio (TOT) como variable relevante tanto en las especificaciones fundamentalistas como en las chartistas. Además, el modelo da por sentado que los fundamentalistas gozan de mayor elasticidad que los chartistas, y que los chartistas son seguidores de tendencias, esto es, agentes especuladores que se basan en análisis técnicos. También siguen el $EMBI$, ya que ofrece información valiosa sobre la deuda pública, e incluyen el comportamiento de la TOT a la hora de definir sus expectativas. Esas expectativas vienen dadas por la estructura del mercado: cuanto mayor es la proporción de operadores chartistas, más volátiles son las expectativas y, a su vez, más volátil es el tipo de cambio nominal.

Al incluirse la relación de intercambio (TOT), no solo se amplía el vector de las variables explicativas, sino que también se pone de relieve otro canal que, en la práctica, refleja la naturaleza financiera de la restricción externa. La evolución de la TOT no solo viene determinada por los factores reales, sino también por los financieros.

Tipo de cambio nominal

$$K. (89) E = E_{-1} + \psi \cdot \Delta E^e + \psi_{wff} \cdot \Delta WFF_{ec}$$

Expectativas del tipo de cambio nominal (fundamentalista)

$$(90) \Delta E_f^e = \psi_{f1}(E_{-1} - E_{-1}^T) + \psi_{f2} \cdot \Delta EMBI_{-1} + \psi_{f3} \cdot \Delta TOT$$

Expectativas del tipo de cambio nominal (chartista)

$$(91) \Delta E_c^e = \psi_{c1} \Delta E_{-1} + \psi_{c2} \cdot \Delta EMBI_{-1} + \psi_{c3} \cdot \Delta TOT$$

Expectativas totales

$$(92) \Delta E^e = \omega_f \cdot \Delta E_f^e + \omega_c \cdot \Delta E_c^e$$

Tipo de cambio fijado como objetivo

$$L. (93) E^T = 5 \text{ year Moving Average}$$

G. Banco central

El banco central demanda bonos nacionales ciñéndose a un objetivo, que depende del comportamiento de los mercados crediticio y cambiario. En efecto, la cantidad ideal de bonos que el banco central está dispuesto a mantener depende del diferencial entre el tipo de interés actual, i_{-1}^g , y el tipo de interés que el banco central se haya fijado como objetivo, i_{-1}^{cb} , así como de la volatilidad observada en el tipo de cambio, e^{risk} . La volatilidad del mercado cambiario se calcula como una desviación típica móvil. Cuando sea superior a 3 desviaciones típicas, el coeficiente $\vartheta_{e^{risk}}$ tomará un valor de 1 y la demanda de bonos se ajustará en consecuencia. Este mecanismo funciona del mismo modo, pero con signo contrario, en el caso de las apreciaciones y depreciaciones del tipo de cambio nominal. Además, el banco central se rige por una regla de Taylor que refleja el hecho de que las desviaciones de la inflación y el crecimiento del producto con respecto a su objetivo determinan el tipo de interés de política monetaria deseado.

Objetivo del banco central en lo que respecta a su demanda de bonos del Estado nacionales

$$(94) B_{cb}^{g*} = B * (\vartheta_{bc}(i_{-1}^g - i_{-1}^{cb}) + \vartheta_{e^{risk}} \cdot e^{risk})$$

Regla de Taylor

$$(95) i^{cb} = \pi_t + i_t^{cb*} + \vartheta_1(\pi_t - \pi_t^*) + \vartheta_2(\Delta y_t - \Delta y_t^*),$$

$$\text{donde where } \Delta y_t^* = 5yr \text{ MA}, \quad i_t^{cb*} = i^{row} + \varphi^{cb}$$

Indicador de volatilidad de la moneda del banco central

$$(96) e^{risk} = \left\{ \begin{array}{ll} \text{if s.d. of } E \geq 3, & 1 \\ \text{if s.d. of } E < 3, & 0 \\ \text{if s.d. of } E \geq -3, & -1 \end{array} \right\}$$

La cantidad de bonos del Estado nacionales asignados al banco central (ΔB_{cb}^g) es el máximo entre su demanda de bonos y el residual no asignado a los sectores financiero, privado y externo. La oferta de reservas internacionales para el banco central por parte del resto del mundo es ilimitada, y equivale a los flujos financieros netos entre la economía en desarrollo y el resto del mundo.

Oferta de bonos del sector público al banco central

$$(97) \Delta B_{cb}^g = \max[\Delta B - \Delta B_{fs}^g - \Delta B_{row}^g - \Delta B_p^g, B_{cb}^{g*}]$$

Oferta de deuda del resto del mundo al banco central

$$(98) \Delta B_{row}^{row} = -CAB + WFF + B_p^{row} \cdot E - depreciation_{row}$$

Por último, la demanda de bonos por parte del banco central es igual a la cantidad de depósitos que el Gobierno está dispuesto a ofertar (véase la ecuación 85).

1. Acervos

La variación positiva (negativa) de los flujos en cada período se traduce en una acumulación (desacumulación) de existencias:

$$(99) B = B_{fs}^g + B_p^g + B_{row}^g + B_{fs}^{\$g} + B_p^{\$g} + B_{row}^{\$g}$$

$$(100) B_p^g = B_{p-1}^g + \Delta B_p^g - T_{d3}$$

$$(101) B_{row}^g = B_{row-1}^g + \Delta B_{row}^g - T_{d4}$$

$$(102) B_{fs}^g = B_{fs-1}^g + \Delta B_{fs}^g$$

$$(103) B_{fs}^{\$g} = (B_{fs-1}^{\$g} + \Delta B_{fs}^{\$g}) \cdot E$$

$$(104) B_p^{\$g} = (B_{p-1}^{\$g} + \Delta B_p^{\$g} - \frac{T_{d1}}{E}) \cdot E$$

$$(105) B_{row}^{\$g} = (B_{row-1}^{\$g} + \Delta B_{row}^{\$g} + \frac{T_{d2}}{E}) \cdot E$$

$$(106) D^T = D_{-1}^T + \Delta D^T$$

$$(107) D_g^p = D_{g-1}^p + \Delta D_g^p$$

$$(108) D_{fs}^p = D_{fs-1}^p + \Delta D_{fs}^p$$

$$(109) D_{row}^p = D_{row-1}^p + \Delta D_{row}^p$$

$$(110) D_{row}^{\$p} = (D_{row-1}^{\$p} + \Delta D_{row}^{\$p}) \cdot E$$

$$(111) D_{fs}^{\$p} = (D_{fs-1}^{\$p} + \Delta D_{fs}^{\$p}) \cdot E$$

$$(112) V = V_{-1} + \Delta V$$

$$(113) k = k_{-1} - d + \Delta k$$

$$(114) M^P = M_{-1}^P + \Delta M^P$$

$$(115) M^G = M_{-1}^G + \Delta M^G$$

$$(116) A^{fs} = A_{-1}^{fs} + \Delta A^{fs}$$

$$(117) L_p^{fs} = L_{p-1}^{fs} + \Delta L_p^{fs}$$

$$(118) L_{fs}^{\$row} = L_{fs-1}^{\$row} + L_{fs}^{\$row}$$

2. Pago de intereses

Intereses pagados por el Gobierno sobre los bonos en moneda nacional

$$(119) int^g = i_{-1}^g \cdot B_{-1}^g$$

Intereses pagados por el Gobierno al sector privado

$$(120) int_p^g = i_{-1}^g \cdot B_{p-1}^g$$

Intereses pagados por el Gobierno al sector financieror

$$(121) int_{fs}^g = i_{-1}^g \cdot B_{fs-1}^g$$

Intereses pagados por el Gobierno al resto del mundo

$$(122) int_{row}^g = i_{-1}^g \cdot B_{row-1}^g$$

Intereses pagados por el Gobierno por los bonos en moneda extranjera

$$(123) int_{FX}^g = (i_{-1}^{\$g} \cdot B^{\$g}) \cdot E$$

Intereses pagados por el Gobierno al sector privado (moneda extranjera)

$$(124) int_{pFX}^g = (i_{-1}^{\$g} \cdot B_p^{\$g}) \cdot E$$

Intereses pagados por el Gobierno al resto del mundo (moneda extranjera)

$$(125) int_{rowFX}^g = (i_{-1}^{\$g} \cdot B_{row}^{\$g}) \cdot E$$

Intereses pagados por el Gobierno al sector financiero por los bonos en moneda extranjera

$$(126) int_{fsFX}^g = (i_{-1}^{\$g} \cdot B_{fs}^{\$g}) \cdot E$$

Intereses pagados por el sector privado por la deuda (moneda nacional)

$$(127) \text{int}^p = i^p \cdot D^p$$

Intereses pagados por el sector privado al Gobierno (moneda nacional)

$$(128) \text{int}_g^p = i^p \cdot D_g^p$$

Intereses pagados por el sector privado al resto del mundo (moneda nacional)

$$(129) \text{int}_{row}^p = i^p \cdot D_{row}^p$$

Intereses pagados por el sector privado al sector financiero (moneda nacional)

$$(130) \text{int}_{fs}^p = i^p \cdot D_{fs}^p$$

Intereses pagados por el sector privado en moneda extranjera

$$(131) \text{int}_{FX}^p = i^{\$p} \cdot D^{\$p}$$

Intereses pagados por el sector privado al sector financiero por la deuda en moneda extranjera

$$(132) \text{int}_{FX_{fs}}^p = (i^{\$p} \cdot D_{fs}^{\$p}) \cdot E$$

Intereses pagados por el sector privado al resto del mundo por la deuda en moneda extranjera

$$(133) \text{int}_{FX_{row}}^p = (i^{\$p} \cdot D_{row}^{\$p}) \cdot E$$

Intereses pagados por el resto del mundo por los bonos extranjeros

$$(134) \text{int}^{row} = (i^{row} \cdot B^{row}) \cdot E$$

Intereses pagados por el resto del mundo al Gobierno por los bonos extranjeros

$$(135) \text{int}_g^{row} = (i^{row} \cdot B_g^{row}) \cdot E$$

Intereses pagados por el resto del mundo al sector privado por los bonos extranjeros

$$(136) \text{int}_p^{row} = (i^{row} \cdot B_p^{row}) \cdot E$$

Intereses pagados por el resto del mundo al sector financiero por los bonos extranjeros

$$(137) \text{int}_{fs}^{row} = (i^{row} \cdot B_{fs}^{row}) \cdot E$$

Intereses pagados por el sector financiero al sector privado

$$(138) \text{int}_{mm_p}^{fs} = i_{-1}^{mm} \cdot M_{-1}^p$$

$$(139) \text{int}c_{fs}^p = i_{-1}^c \cdot Cc_{-1}^p$$

$$(140) \text{int}^{afs} = i_{-1}^{afs} \cdot A^{fs}$$

$$(141) \text{int}^{lp} = i_{-1}^{lp} \cdot L_p^{fs}$$

$$(142) \text{int}^{\$lp} = i_{-1}^{\$lp} \cdot L_{fs}^{\$row}$$

H. Sector financiero

El sector financiero cubre sus necesidades financieras emitiendo dos tipos de pasivos, a saber: los anticipos del banco central, (A^{fs}), y los bonos en moneda extranjera emitidos al resto del mundo, (L_{fs}^{row}). Los anticipos se calculan como una proporción (δ_{afs}) de las necesidades financieras del sector, que son de naturaleza exógena. El resto de las necesidades financieras se cubren con bonos emitidos en moneda extranjera y vendidos al resto del mundo.

El balance del sector financiero comprende siete activos. Dos de esos activos, a saber, los créditos al consumo (Cc_s^p) y los préstamos con fines de inversión (L_p^d), se adquieren de la actividad crediticia del sector financiero al sector privado. La demanda de créditos al consumo (Cc_s^p) depende de la diferencia entre el costo salarial privado y el consumo privado. Cuando este último supera al primero, el sector financiero financia el consumo privado con créditos al consumo (Cc_a^p). En aras de simplificar, se presupone que el sector financiero satisface la demanda total de créditos al consumo.

El sector financiero también financia la inversión del sector privado con préstamos (L_p^d). En este caso, la demanda de préstamos depende de los beneficios y los gastos de capital. La oferta de préstamos también satisface la correspondiente demanda. La suma de los créditos al consumo y los préstamos corresponde al volumen total de depósitos (Mm) del sector privado en el sector financiero.

Los pagos de intereses recibidos por la tenencia de bonos nacionales y reservas extranjeras conforman las entradas del sector financiero. Los intereses pagados por la deuda exterior y por los anticipos del banco central constituyen las salidas. La diferencia entre las entradas y las salidas determina los beneficios netos (f_{fs}).

Una parte de dichos beneficios (fa_{fs}) se emplea para acumular riqueza a través de activos financieros: bonos del Estado (en moneda nacional y extranjera), deuda privada (solo en moneda nacional) y deuda extranjera que se utiliza como reservas. La demanda de cada tipo de activo refleja las condiciones de arbitraje postuladas por Godin y Yilmaz (2020).

Demanda de créditos al consumo

$$(143) Cc_a^p = C - WB$$

Oferta de créditos al consumo

$$(144) Cc_s^p = Cc_a^p$$

Préstamos concedidos por el sector financiero al sector privado

$$(145) \Delta L_p^s = \Delta L_p^d$$

Beneficios del sector financiero

$$(146) f_{fs} = int_{fs}^g + int_{fs}^{s_g} + int_{fs}^p + int_{fs}^{row} - int_{mm_p}^{fs} + int_{fs}^p - int^{afs} + int^{lp} - int^{s_{lf}}$$

$$(147) \Delta FN_{fs}^t = T + \Delta B_{fs}^g + \Delta B_{fs}^{s_g} + \Delta D_{fs}^p + \Delta D_{fs}^s + \Delta B_{fs}^{row} + \Delta L_p^{fs} + \Delta C_{fs}^p - (1 - \sigma_{Rb})M^p - f_{fs} + R_p$$

Proporción financiera de los activos adquiridos por el sector financiero

$$(148) f_{a_{fs}} = (1 - \sigma_{Rb})M^p - f_{fs}$$

Anticipos del sector financiero

$$(149) \Delta A^{fs} = \delta_{a_{fs}} \cdot \Delta FN_{fs}^t$$

Préstamos solicitados por el sector financiero en moneda extranjera

$$(150) \Delta L_{fs}^{s_{row}} = \frac{((1 - \delta_{a_{fs}}) \cdot \Delta FN_{fs}^t)}{E} \text{ donde } \delta_{a_{fs}} \text{ es exógeno}$$

Demanda de bonos del Estado por parte del sector financiero

$$(151) \Delta B_{fs,d}^g = \epsilon_{f_1} \cdot f_{a_{fs}}$$

Elasticidad de la demanda de bonos del Estado por parte del sector financiero

$$(152) \epsilon_{f_1} = \epsilon_{f_{10}} + \epsilon_{f_{11}} \left(\frac{1+i^g}{1+i^g\$} \right)^{\sigma_{f_b}}$$

Demanda de bonos nacionales en dólares por parte del sector financiero

$$(153) \Delta B_{fs,d}^{s_g} = \epsilon_{f_2} \cdot f_{a_{fs}}$$

Elasticidad de la demanda de bonos nacionales en dólares por parte del sector financiero

$$(154) \epsilon_{f_2} = \epsilon_{f_{20}} + \epsilon_{f_{21}} \left(\frac{1+i^g\$}{1+i^{row}} \right)^{\sigma_{f_{bs}}}$$

Demanda de bonos del resto del mundo por parte del sector financiero

$$(154) \Delta B_{fs,d}^{row} = \epsilon_{f_3} \cdot f_{a_{fs}}$$

La demanda de financiamiento es igual a la oferta de financiamiento

Elasticidad de la demanda de bonos del resto del mundo por parte del sector financiero

$$(155) \epsilon_{f_3} = \epsilon_{f_{30}} + \epsilon_{f_{31}} \left(\frac{1+i^{row}}{1+i^g\$} \right)^{\sigma_{f_{row}}}$$

$$(156) \Delta D_{fs,d}^p = \epsilon_{f_4} \cdot f_{a_{fs}}$$

Elasticidad de la demanda de bonos del Estado por parte del sector financiero

$$\epsilon_{f_4} = \epsilon_{f_{40}} + \epsilon_{f_{41}} \left(\frac{1+i^p}{1+i^g} \right)^{\sigma_{f_d}}$$

V. Medidas macroprudenciales y sus resultados

El modelo anterior es específico para el ciclo económico de América Latina y el Caribe, que se caracteriza por la restricción financiera externa y los mecanismos de transmisión descritos en la sección III.

Sobre la base del modelo descrito, en la presente sección se explican los efectos de determinadas medidas macroprudenciales en la evolución del ciclo económico. La elección de las medidas macroprudenciales se basa en el examen conceptual de la regulación macroprudencial incluido en este documento, así como en el análisis del documento complementario “A critical assessment of macroprudential regulation and comparative regional experiences focusing on Latin America and the Caribbean”, *DA-COVID-19 Project Paper*, N° 18/21 (Pérez Caldentey, Nalin y Rojas, 2021).

Dichas medidas incluyen: i) el aumento de los beneficios no distribuidos del sector privado; ii) la reducción del número de especuladores (operadores chartistas) en el mercado de divisas; y iii) la disminución de la deuda externa en el sector privado. El modelo también muestra que estas medidas son más eficaces si se combinan con una regla de sostenibilidad gubernamental que tiene en cuenta las especificidades de los países en desarrollo²². La simulación de las medidas abarca el período comprendido entre 1995 y 2025, y la descripción de los resultados se centra en la crisis del COVID-19, ocurrida en 2020. En las hipótesis se presupone que las políticas macroprudenciales se comenzaron a aplicar en 2016. El resultado de la adopción de estas medidas se compara con una hipótesis de referencia sin políticas macroprudenciales.

La elección de estas medidas macroprudenciales obedece a consideraciones tanto teóricas como empíricas.

La primera política macroprudencial examinada, a saber, los beneficios no distribuidos, está directamente relacionada con el modelo de fragilidad financiera de Minsky basado en una empresa representativa. Según el modelo de Minsky, cuanto mayores sean los beneficios no distribuidos para “financiar” la inversión, menos probable será que las empresas necesiten obtener financiamiento a través de préstamos y, por tanto, más sólidos serán los márgenes de seguridad y menor será el peso del financiamiento especulativo y Ponzi en la estructura financiera. Este argumento teórico también se basa en Kalecki (1954). A nivel empírico, los datos recabados sobre las políticas macroprudenciales aplicadas en Asia, que se analizan en Pérez Caldentey, Nalin y Rojas (2021), indican que el

²² Véanse De Freitas Bhering (2021) y Schonerwald da Silva (2021).

50% de los supervisores bancarios han impuesto restricciones temporales a los dividendos y las bonificaciones como herramienta para gestionar los ciclos económicos. La simulación propuesta aumenta el parámetro de la ecuación 8 de 0,18 a 0,30.

La segunda medida macroprudencial aplicada guarda relación con la composición del mercado de divisas. La estructura del mercado de divisas es crucial para determinar el comportamiento de los tipos de cambio nominales (Daigle y Lavoie, 2011). Una mayor proporción de especuladores, esto es, seguidores de tendencias, puede convertir el mercado de divisas en un mercado similar al de activos con un rendimiento procíclico. La simulación de esta medida pretende explorar las implicaciones de limitar la cantidad de especuladores en favor de los operadores fundamentalistas, esto es, aquellos que prestan menos atención a las tendencias y se centran en los fundamentos macroeconómicos. En este sentido, esta segunda medida tiene por objeto reducir los efectos desestabilizadores de los especuladores de divisas en la era de la globalización financiera.

Esta medida es muy pertinente en el contexto actual de América Latina y el Caribe. En la última década, los mercados emergentes, incluidas muchas economías latinoamericanas, liberalizaron sus mercados de divisas y, en parte como consecuencia de ello, experimentaron una volatilidad cada vez mayor del tipo de cambio. Esto puede suponer una fuente de inestabilidad, habida cuenta del aumento de la deuda externa en los sectores público y privado y de los crecientes desajustes monetarios en el mundo en desarrollo (Pérez Caldentey, Favreau Negront y Méndez Lobos, 2019; Nalin y Yajima, 2021).

La tercera medida macroprudencial contemplada es el establecimiento de un límite de *iure* en el sector privado. La imposición de restricciones a los préstamos denominados en moneda extranjera para hacer frente al riesgo sistémico está bien documentada en el caso de América Latina y el Caribe (Pérez Caldentey, Nalin y Rojas, 2021). Para evaluar los resultados de ese tipo de políticas, la simulación consiste en una reducción de la proporción de deuda externa en el balance del sector privado, mediante el aumento del parámetro correspondiente de 0,74 a 0,95 (véase la ecuación 31). La principal consecuencia de esta política es la preferencia del sector privado por la deuda emitida a nivel nacional. Cuando se aplica esta medida, la deuda externa se reduce del 26% al 5%.

En la presente sección también se muestra que estas medidas son más eficaces cuando se combinan con la regla de sostenibilidad desarrollada por la UNCTAD, que tiene en cuenta las limitaciones internas y externas del gasto público (Schonerwald da Silva, 2021).

Cuadro VIII.5

Impacto individual de las medidas macroprudenciales seleccionadas sobre el tipo de cambio nominal (TCN), el riesgo soberano EMBI y corporativo (CEMBI), las relaciones entre la deuda total y el PIB y la deuda privada y el PIB, el desajuste monetario, la relación entre beneficios netos y ventas, la confianza en la inversión y la relación entre la inversión y el PIB, 2016-2023

	TCN	Volatilidad del TCN	EMBI	CEMBI	Deuda/ PIB	Deuda privada/ PIB	Desajuste	Beneficios/ ventas	Confianza en la inversión	Inversión/ PIB
Aumento de los beneficios retenidos	Depreciación	I	I	I	S	I	I	S	S	S
Reducción de los especuladores en el mercado de divisas	Apreciación	I	S	N	S	I	S	I	I	I
Reducción de la deuda externa	Apreciación	S	S	N	I	I	I	N	N	N
Regla de sostenibilidad de la deuda de la UNCTAD	Apreciación	I	I	N	I	N	I	N	N	N

Fuente: Elaboración propia.

Nota: I= inferior; S= superior; N= neutro.

Cuadro VIII.6

Impacto combinado de las medidas macroprudenciales seleccionadas sobre el tipo de cambio nominal (TCN), el riesgo soberano EMBI y corporativo (CEMBI), las relaciones entre la deuda total y el PIB y la deuda privada y el PIB, el desajuste monetario, la relación entre beneficios netos y ventas, la confianza en la inversión y la relación entre la inversión y el PIB, 2016-2023

	TCN	Volatilidad del TCN	EMBI	CEMBI	Deuda pública/ PIB	Deuda privada/ PIB	Desajuste	Beneficios/ ventas	Confianza en la inversión	Inversión/ PIB
Aumento de los beneficios retenidos y reducción del apalancamiento en divisas	Apreciación	I	I	I	S	I	I	S	S	S
Aumento de los beneficios retenidos y reducción de los especuladores de divisas	Apreciación	I	S	I	S	I	I	S	S	S
Aumento de los beneficios retenidos y aplicación de la regla de sostenibilidad	Apreciación	I	I	I	S	I	I	S	S	S

Fuente: Elaboración propia.

Nota: I= inferior; S= superior; N= neutro.

En los cuadros VIII.5 y VIII.6 se resumen los efectos en la evolución de determinadas variables, como el tipo de cambio nominal (ϵ), el riesgo soberano y empresarial (EMBI y CEMBI), las relaciones entre la deuda total y el PIB y la deuda privada y el PIB, el desajuste monetario, la relación entre beneficios netos y ventas, la confianza en la inversión y la relación entre la inversión y el PIB, tras aplicar, en una simulación individual y otra combinada, las medidas macroprudenciales mencionadas. En aras de una mayor exhaustividad, en ambos cuadros se muestra también el impacto de la regla de sostenibilidad para el Gobierno, desarrollada por la UNCTAD, en la evolución de dichas variables. En los gráficos VIII.1A a 1D y VIII.2A a 2D, se observan los efectos a lo largo del tiempo. *NER) EMBI CEMBI*

El análisis muestra que un aumento de los beneficios no distribuidos frena la depreciación del tipo de cambio nominal, disminuye la percepción del riesgo y reduce los desajustes monetarios. Al mismo tiempo, esta medida mejora la relación entre beneficios y ventas y aumenta la relación entre la inversión y el PIB. En los gráficos VIII.1A a D y VIII.2A a 2D también figura la secuencia de efectos del aumento de los beneficios no distribuidos.

Unos mayores beneficios no distribuidos implican una menor dependencia de la deuda empresarial y, por tanto, una reducción del índice de riesgo corporativo (*CEMBI*). La disminución del *CEMBI* tiene importantes repercusiones en el sistema. Por un lado, el menor nivel de riesgo reduce el tipo de interés empresarial, lo que, a su vez, disminuye el monto total pagado en concepto de intereses por la deuda. En consecuencia, los beneficios por unidad de venta son mayores. Por otro lado, un menor *CEMBI* y unos mayores beneficios elevan el índice de confianza en la inversión, lo que tiene un efecto positivo en la relación entre la inversión y el PIB. Los resultados muestran que, en comparación con la hipótesis de referencia, en este caso el aumento de esa relación es tres puntos porcentuales del PIB mayor. Del mismo modo, la relación entre la deuda privada y el PIB, que en la hipótesis de referencia se sitúa en una media del 17% del PIB para el período comprendido entre 2016 y 2021, se reduce al 7% a raíz del aumento en los beneficios no distribuidos.

La segunda medida aplicada (a saber, la reducción de los especuladores de divisas) es eficaz para hacer frente a la depreciación y la volatilidad de la moneda, si bien no conduce a una mejora de la inversión empresarial. En el gráfico VIII.2A se observa que esta medida da lugar a un tipo de cambio nominal más apreciado y estable en comparación con las demás medidas. La inspección visual del impacto de esta medida

también muestra que la diferencia en la evolución del tipo de cambio nominal (*TCN*) si se utiliza esta medida macroprudencial o si se aplican las demás medidas tiende a aumentar con el tiempo, lo que es un indicio de la capacidad de esta medida para hacer frente a la depreciación.

El análisis del índice de volatilidad —calculado como la desviación típica móvil del tipo de cambio nominal (*TCN*)— también sugiere que la reducción de los operadores chartistas es positiva para la estabilización de la moneda. Los beneficios se materializan sobre todo en tiempos de crisis, como durante el episodio del COVID-19 de 2020, cuando la volatilidad se reduce, de media, un 50% gracias a la limitación de los especuladores de divisas en comparación con los efectos de aplicar otras medidas macroprudenciales.

Sin embargo, la apreciación y la estabilidad de la moneda no garantizan una mejora general del ciclo económico. Uno de los efectos derivados de restringir a los especuladores de divisas es el aumento observado en el nivel de deuda y el consiguiente incremento del riesgo soberano (*EMBI*) en comparación con la hipótesis de referencia.

Esto obedece a la función desempeñada por la acumulación de reservas en las economías de mercado emergentes, también en América Latina y el Caribe, para mantener la estabilidad macroeconómica (Pérez Caldentey, Abeles y Kreiter, 2021). En el presente modelo, las existencias iniciales de activos internacionales en manos del banco central son 6,6 veces superiores al total de la deuda externa de los sectores privado y público. En este contexto, un tipo de cambio en proceso de depreciación genera ganancias de capital en las reservas de divisas y, con arreglo a la especificación del modelo descrita anteriormente, el banco central utiliza esas ganancias para relajar la restricción presupuestaria del Gobierno.

Esto, a su vez, podría conducir a un incremento de la relación entre la deuda y el PIB y a un aumento del riesgo soberano (*EMBI*) (en la ecuación 14 se incluye la relación entre la deuda y el PIB entre los determinantes del *EMBI*. La magnitud del aumento del *EMBI* en respuesta a un incremento de la relación entre la deuda y el PIB depende de los patrones históricos. Cuanto más propenso sea un país a la mala gestión de la deuda y las crisis, más sensible será el *EMBI* a los aumentos en la relación entre la deuda y el PIB. Se puede aplicar un razonamiento similar para describir los efectos de la apreciación del tipo de cambio.

La limitación de los especuladores de divisas no genera cambios significativos en la inversión privada. De entre todas las medidas macroprudenciales aplicadas, la disminución de los especuladores de divisas da lugar a la menor relación entre la inversión y el PIB (véase el gráfico VIII.1B).

La tercera medida macroprudencial contemplada, a saber, la limitación *de iure* de la deuda externa para el sector privado, reduce el desajuste monetario, pero no se traduce en una externalidad positiva para el resto del sistema. Cabe destacar que el nivel total de deuda emitida por el sector privado permanece invariable. Solo se produce un cambio en su composición, que sustituye los valores extranjeros por otros nacionales. Dado que no existe un mecanismo para reducir la demanda de financiación del sector privado, los mercados de deuda nacionales absorberán la proporción de deuda no emitida en moneda extranjera. En consecuencia, el resultado de imponer un límite a la deuda externa se asemeja al de la hipótesis de referencia. Esto pone de relieve la importancia de afrontar el problema de la deuda privada reduciendo las necesidades financieras del sector privado, en vez de cambiar su composición.

Por último, la introducción de la regla de sostenibilidad fiscal de la UNCTAD reduce los niveles de deuda en relación con las demás hipótesis y, al mismo tiempo, disminuye el riesgo soberano percibido (EMBI). Según esta regla, la tasa de crecimiento del gasto público viene determinada por la elasticidad con respecto al crecimiento económico interno; la regla de sostenibilidad de la deuda en moneda nacional; y la regla de sostenibilidad de la deuda en moneda extranjera. *EMBI*

Gráfico VIII.1

Evolución del impacto individual de las medidas macroprudenciales seleccionadas sobre el desajuste monetario, la relación entre la inversión y el PIB, la relación entre los beneficios y las ventas, la confianza en la inversión y el CEMBI, 2016-2023

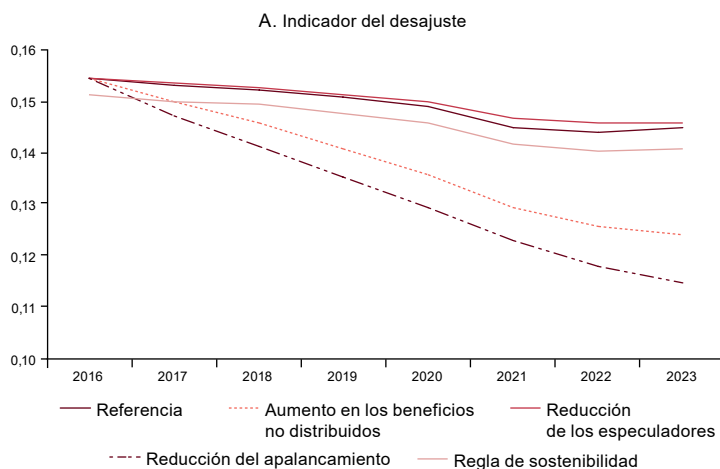
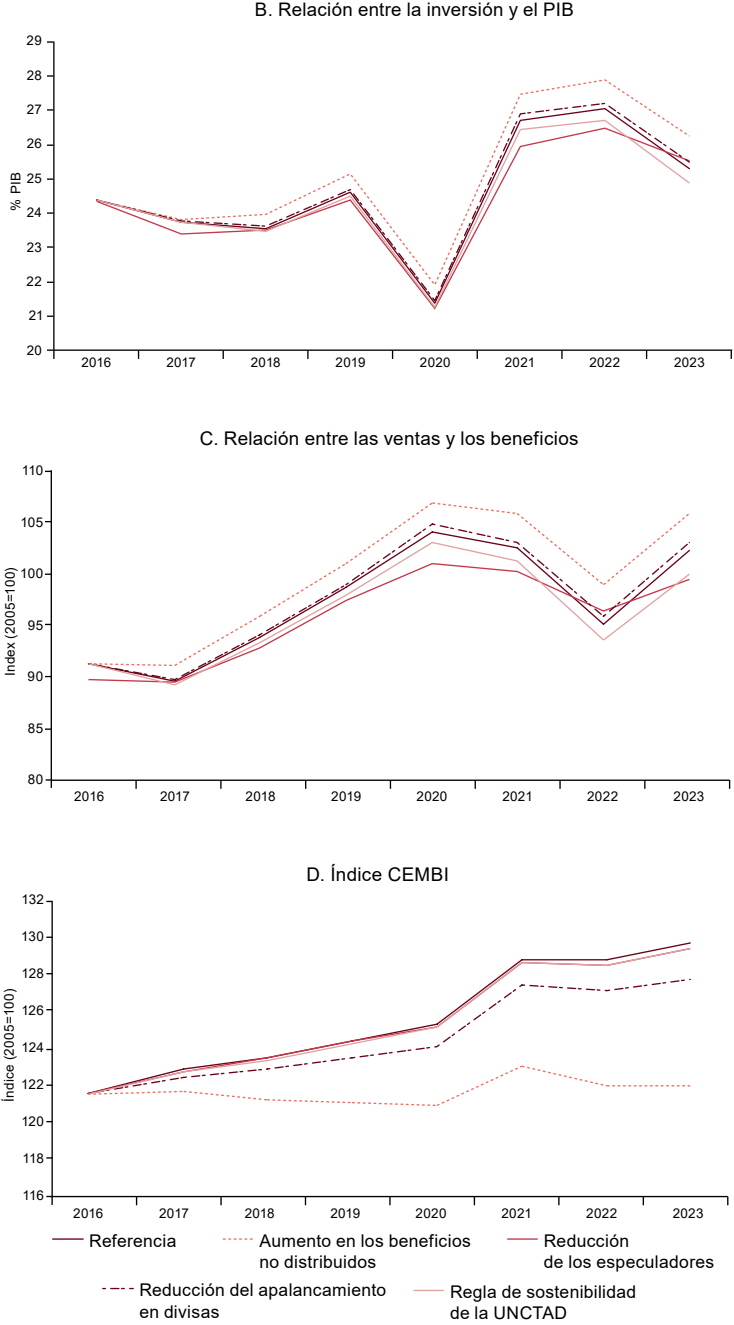


Gráfico VIII.1 (conclusión)



Fuente: Elaboración propia.

Gráfico VIII.2
Evolución del impacto individual de las medidas macroprudenciales seleccionadas sobre el tipo de cambio nominal (TCN), la relación entre la deuda pública y el PIB, el índice EMBI y el índice de volatilidad, 2016-2023

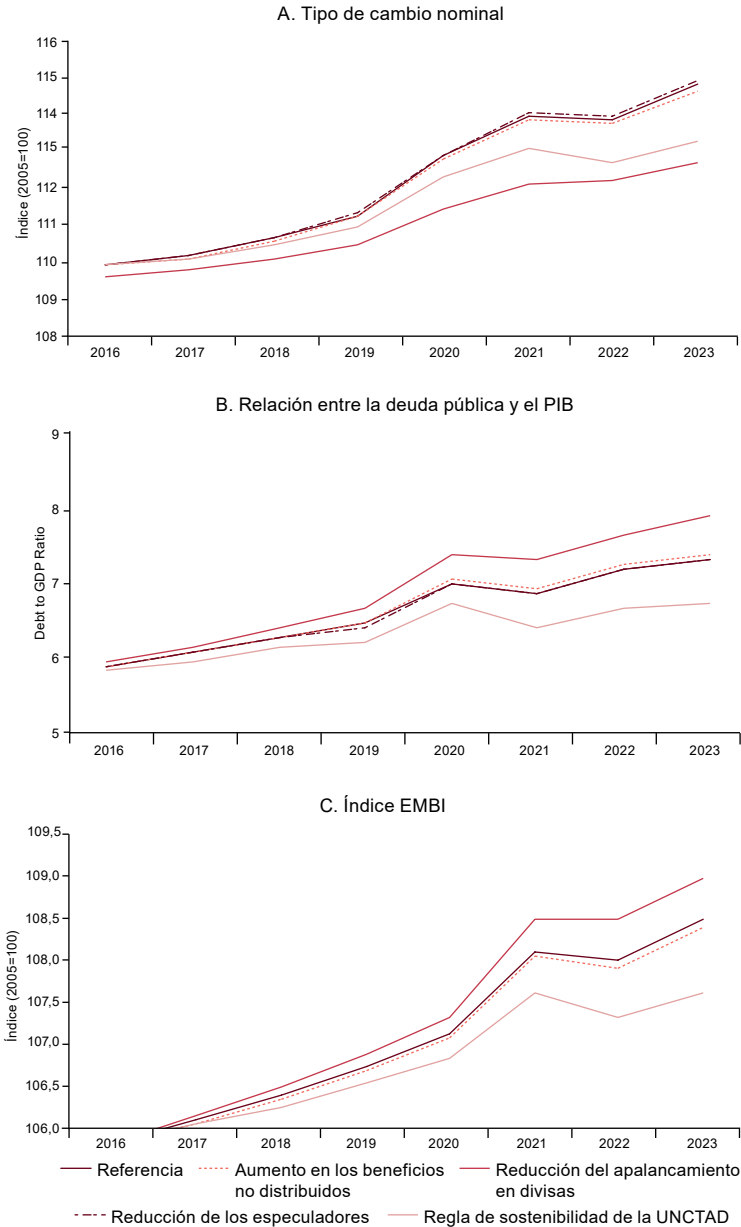
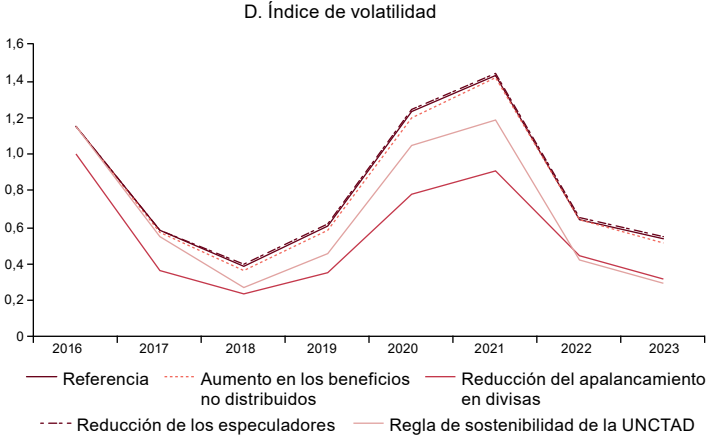


Gráfico VIII.2 (conclusión)



Fuente: Elaboración propia.

En vista de la aplicación de las reglas de sostenibilidad a partir de 2016, la existencia de una brecha negativa entre la tasa de crecimiento del gasto público y el pago de intereses en moneda nacional ($g - i^g$) conduce a la reducción de la primera en aras de garantizar la sostenibilidad de la deuda pública en moneda nacional. Gracias a la brecha positiva registrada durante varios años, de 2016 a 2019, entre la tasa de crecimiento de las exportaciones y el pago de intereses en moneda extranjera ($x - i^g^{\$}$), existe un mayor margen para el gasto público. Esto ocurre en el período comprendido entre 2016 y 2019. En 2020 se observa el resultado opuesto, ya que la tasa de crecimiento de las exportaciones disminuye en relación con el tipo de interés de los pasivos del Gobierno denominados en moneda extranjera. Con esta regla, la deuda pública crece a un ritmo mucho menor que en las demás hipótesis y se registra la menor relación entre la deuda pública y el PIB.

La aplicación de la regla de sostenibilidad de la deuda de la UNCTAD también reduce ligeramente el desajuste monetario. El menor consumo público conduce a una oferta insuficiente de deuda pública interna y, a su vez, el sector privado desplaza sus ahorros hacia activos extranjeros. En otras palabras, el sector privado se ve obligado a acumular una cantidad mayor de reservas de divisas, lo que mejora el indicador relativo al desajuste. No obstante, no se perciben efectos significativos en las demás variables examinadas en el presente estudio.

Hasta este momento, la simulación del modelo muestra el impacto de cada medida macroprudencial por separado, así como el de la regla de sostenibilidad de la deuda de la UNCTAD. Un enfoque más realista consiste en combinar diferentes medidas macroprudenciales y tratarlas

como complementarias, en vez de como sustitutas. Como primera aproximación, el análisis combinó la medida macroprudencial más eficaz de las tres consideradas (esto es, el aumento de los beneficios no distribuidos) con cada una de las otras medidas y, también, con la regla de sostenibilidad de la deuda de la UNCTAD.

De las tres combinaciones de políticas examinadas, a saber, i) el aumento de los beneficios no distribuidos y la reducción del apalancamiento en divisas; ii) el aumento de los beneficios no distribuidos y la reducción de los especuladores de divisas; y iii) el aumento de los beneficios no distribuidos y la aplicación de la regla de sostenibilidad fiscal, esta última arroja los mejores resultados para la estabilidad del tipo de cambio, el comportamiento de la deuda pública y privada, el riesgo y la inversión. La relación entre la inversión y el PIB, el índice de confianza en la inversión y la relación entre los beneficios y las ventas alcanzan sus niveles más altos gracias a las menores necesidades de financiación derivadas del aumento de los beneficios no distribuidos.

Estos indicadores gozan de períodos prolongados de menor deuda privada —que solo se ajusta al alza en 2021 debido a la rápida recuperación tras la crisis de 2020— y de un nivel moderado de deuda pública (que supera en un 1% del PIB a la de la hipótesis de referencia). Además, con la combinación de beneficios no distribuidos y la regla de sostenibilidad fiscal, el desajuste es menor que en la hipótesis de referencia. En definitiva, también existen efectos indirectos positivos desde el punto de vista financiero de la simulación. El tipo de cambio se aprecia y muestra una trayectoria más estable a lo largo del tiempo. A su vez, el menor endeudamiento y la mayor estabilidad del tipo de cambio nominal (*TCN*) repercuten positivamente en las primas de riesgo, ya que tanto el *EMBI* como el *CEMBI* disminuyen.

Se observan resultados similares en el tipo de cambio nominal (*TCN*) y su volatilidad, así como en el riesgo (*EMBI* y *CEMBI*), cuando el aumento de los beneficios no distribuidos se combina con la reducción del apalancamiento en divisas en el sector privado.

De hecho, los resultados empíricos muestran un tipo de cambio nominal (*TCN*) más apreciado y menos volátil y un menor *EMBI*. La reducción de la deuda privada total y el desajuste monetario genera un nivel mucho menor del *CEMBI*. Estos resultados se traducen en mejoras en la relación entre la inversión y el *PIB*, el índice de confianza en la inversión y la relación entre los beneficios y las ventas.

Sin embargo, la relación entre la inversión y el *PIB* es inferior a la registrada en la hipótesis que combina el aumento de los beneficios no distribuidos con la regla de sostenibilidad fiscal, debido a que la relación entre beneficios y ventas y la confianza en la inversión son superiores. *GDP*

En general, en comparación con la hipótesis de referencia, la combinación del aumento de los beneficios no distribuidos con la reducción del apalancamiento en divisas mejora sustancialmente el desempeño de la economía en caso de que se produzca una perturbación externa, como la crisis del COVID-19.

Por último, el aumento de los beneficios no distribuidos y la reducción de la especulación con divisas presenta resultados ambiguos, ya que la disminución de la participación en el mercado de divisas y sus efectos adversos en la deuda y el riesgo (ya comentados) superan con creces las consecuencias positivas de los beneficios no distribuidos en el sector privado.

VI. Conclusión

En este documento se presenta un modelo macroeconómico de referencia para América Latina y el Caribe con el fin de analizar y evaluar las directrices y políticas macroprudenciales. Este modelo se basa en la idea de que el crecimiento de las economías de la región está restringido por la balanza de pagos, y de que la restricción externa es de naturaleza financiera. El carácter vinculante de la restricción externa también se refleja en la introducción de una regla de sostenibilidad fiscal desarrollada por la UNCTAD, que hace hincapié en la relación entre la restricción externa y la acumulación de deuda.

En la especificación del modelo se describen los mecanismos de transmisión dominantes (en vigor desde la década de 2000 y, en particular, desde la crisis financiera mundial de 2008-2009) entre los sectores externo e interno de la economía, y entre las variables reales y monetarias/ financieras que son específicas del caso de América Latina y el Caribe. Estos mecanismos de transmisión describen un ciclo financiero que puede evolucionar a lo largo del tiempo sin caracterizarse por la alternancia de auge y caídas.

El análisis de las políticas macroprudenciales se basa en una lectura crítica de la bibliografía dominante y, especialmente, de la poskeynesiana, en materia de regulación financiera. En el presente artículo se sostiene que el uso de políticas macroprudenciales no solo debería prevenir las crisis sistémicas, sino que también debería ser un componente permanente de la gestión de los ciclos económicos.

Asimismo, se ilustra la utilidad del modelo al exponer los efectos de tres medidas macroprudenciales centradas en el sector externo, a saber: el aumento de los beneficios no distribuidos, la limitación del endeudamiento en moneda extranjera y, además, la limitación de la especulación con divisas. Los resultados muestran que estas medidas y, en particular, el

aumento de los beneficios no distribuidos, pueden mitigar las fluctuaciones del ciclo económico. Los resultados tienden a mejorar al aplicar la regla de sostenibilidad de la deuda desarrollada por la UNCTAD. El modelo de referencia es lo suficientemente flexible como para incorporar otras medidas macroprudenciales descritas en el texto y, por tanto, puede servir de herramienta para que los responsables políticos evalúen su impacto y utilidad.

Bibliografía

- Abeles, M., E. Pérez Caldentey y G. Porcile (2020), "La crisis del COVID-19 y los problemas estructurales de América Latina y el Caribe: responder a la urgencia con una perspectiva de largo plazo", *Revista CEPAL*, N° 132 (LC/PUB.2021/4-P), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Abeles, M. y M. Cherkasky (2020), "Revisiting balance-of-payments constrained growth 70 years after ECLAC's Manifesto: the case of South America", *Revista de Economía Contemporânea*, vol. 24, N° 1.
- Avdjiev, S., M. Chui y H.S. Shin (2014), "Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows", *BIS Quarterly Review*, Basilea, Banco de Pagos Internacionales (BPI), diciembre.
- Araujo, J. y otros (2020), "Effects of macroprudential policy: evidence from over 6,000 estimates", *Working Paper*, N° 2020/067, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Banco de la Reserva Federal de St. Louis (2020), Federal Reserve Economic Data (FRED) [base de datos en línea] <https://fred.stlouisfed.org/>.
- Barajas, A., G. Dell'Ariccia y A. Levchenko (2007), *Credit Booms: The Good, the Bad, and the Ugly*, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Bellofiore, R. y J. Halevi (2011), "A Minsky moment? The subprime crisis and the 'new' capitalism", *Credit, Money and Macroeconomic Policy. A Post-Keynesian Approach*, C. Gnos y L.-P. Rochon (eds.), Edward Elgar Publishing.
- Borio, C. (2003), "Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?", *CESifo Economic Studies*, vol. 49, N° 2.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (2022a), Global Liquidity Indicators [en línea] <https://www.bis.org/statistics/gli.htm> [fecha de consulta: 26 de octubre de 2020].
- _____(2022b), Debt Securities Statistics [en línea] <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm> [fecha de consulta: 14 de septiembre de 2020].
- _____(2020), "International banking and financial market developments", *BIS Quarterly Review*, septiembre.
- _____(2019), "Monetary policy frameworks in EMEs: inflation targeting, the exchange rate and financial stability", *BIS Annual Economic Report*.
- Brunnermeier, M. y otros (2009), "The fundamental principles of financial regulation", *Geneva Reports on the World Economy*, N° 11.
- Cavallo, M. y G. Majnoni (2001), "Do banks provision for bad loans in good times? Empirical evidence and policy implications", *Policy Research Working Paper*, N° 2619, Banco Mundial.
- Chui, M., E. Kuruc y P. Turner (2018), "Leverage and currency mismatches: non-financial companies in the emerging markets", *The World Economy*, vol. 41, N°12.
- _____(2016), "A new dimension to currency mismatches in the emerging markets: non-financial companies", *BIS Working Paper*, N° 550, Banco de Pagos Internacionales (BPI).

- Clement, P. (2010), "The term 'macroprudential': origins and evolution", *BIS Quarterly Review*, Banco de Pagos Internacionales (BPI), marzo.
- De Antoni, E. (2007), "Minsky on financial instability", *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, P. Arestis y M. Sawyer (eds.), Northampton, Edward Elgar Publishing.
- De Camino, C., E. Pérez Caldentey y C. Vera (2023), *Non-financial Corporations as Financial Intermediaries and their Macroeconomic Implications: an Empirical Analysis for Latin America*. In *Foreign Exchange Constraint and Developing Economies* ed. Aleksandr V. Gevorkyan. Northampton: Edward Elgar. Forthcoming.
- De Freitas Bhering, G. R. (2021), "Sustainable Development Finance Assessment and the SDGs, Response and recovery: mobilising financial resources for development in the time of COVID-19", inédito.
- Departamento del Tesoro de los Estados Unidos (2020), "Major foreign holders of Treasury securities" [en línea] <https://ticdata.treasury.gov/Publish/mfh.txt>.
- Docherty, P. (2020), "Prudential bank regulation: a post-Keynesian perspective", *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, vol. 17, N° 3.
- Ebrahimi Kahou, M. y A. Lehar (2017), "Macroprudential policy: a review", *Journal of Financial Stability*, vol. 29.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2010), *Perspectivas económicas: las Américas. Caluroso en el sur, más frío en el norte*, Washington, D.C., octubre.
- Galati, G. y R. Moessner (2013), "Macroprudential policy – a literature review", *Journal of Economic Surveys*, vol. 27, N° 5.
- Godin, A. y S. D. Yilmaz (2020), "Modelling small open developing economies in a financialized world: a stock-flow consistent prototype growth model", *Research Papers*, N° 125.
- Godley, W. y F. Cripps (1983), *Macroeconomics*, Oxford, Oxford University Press.
- Godley, W. y M. Lavoie (2007), *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, Nueva York, Palgrave Macmillan.
- González, A. y E. Pérez Caldentey (2012), "The financial instability hypothesis and the paradox of debt: a microeconomic approach for Latin America", *Review of Keynesian Economics*, vol. 6, N° 3.
- Grigaite, K., M. Magnus y C. S. Pacheco Dias (2020), *Macroprudential Policy Toolkit for the Banking Sector*, Parlamento Europeo.
- Hahm, J. H. y otros (2012), "Macroprudential policies in open emerging economies", *NBER Working Paper*, N° 17780, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER).
- Hanson, S. G., A. K. Kashyap y J. C. Stein (2011), "A macroprudential approach to financial regulation", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 25, N° 1.
- Hayek, F. A. (1931), *Prices and Production*, Nueva York, Augustus M. Kelly.
- Ingrao, B. y C. Sardoni (2019), *Banks and Finance in Modern Macroeconomics: A Historical Perspective*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing.
- Junta de Gobernadores de la Reserva Federal (2020), "Federal Reserve Board announces the extensions of its temporary U.S. dollar liquidity swap lines and the temporary repurchase agreement facility for foreign and international monetary authorities (FIMA repo facility) through March 31, 2021", 29 de julio [en línea] <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200729b.htm>.
- Kahn, R. (1972), *Selected Essays on Employment and Growth*, Cambridge, Cambridge University Press.

- Kalecki, M. (1990), "Professor Pigou on 'The classical stationary state'", *Collected Works of Michal Kalecki. Volume 1: Capitalism: Business Cycles and Full Employment*, J. Osiatynski (ed.), Oxford, Oxford University Press.
- _____(1954), *Theory of Economic Dynamics*, George Allen and Unwin [en línea] <http://digamo.free.fr/kalecki54.pdf>.
- Kaufman, G. y K. Scott (2003), "What is systemic risk, and do bank regulators retard or contribute to it?", *The Independent Review*, vol. 7, N° 3.
- Keynes, J. M. (1978), *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume 11: Economic Articles and Correspondence: Academic*, E. Johnson y D. Moggridge (eds.), Cambridge, Cambridge University Press.
- _____(1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, New Publisher.
- _____(1914), *War and the Financial System*, MacMillan and Company.
- Kregel, J. (2014), "Minsky and dynamic macroprudential regulation", *Public Policy Brief*, N° 131, The Levy Economics Institute of Bard College.
- Lavoie, M. (2014), *Post-Keynesian Economics: New Foundations*, Cheltenham, Edward Elgar Publishing.
- Lavoie, M. y G. Zezza (2012), *The Stock-Flow Consistent Approach. Selected Writings of Wynne Godley*, Nueva York, Palgrave Macmillan.
- Lavoie, M. y G. Daigle (2011), "A behavioural finance model of exchange rate expectations within a stock-flow consistent framework", *Metroeconomica*, Wiley Blackwell, vol. 62, N° 3, julio.
- Lavoie, M. y M. Seccareccia (2001), "Minsky's financial fragility hypothesis: a missing macroeconomic link?", *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy: the Economic Legacy of Hyman Minsky. Volume II*, R. Bellofiore y P. Ferri (eds.), Cheltenham, Edward Elgar Publishing.
- McCombie, J. S. L. y A. P. Thirlwall (1999), "Growth in an international context: a post Keynesian view", *Foundations of International Economics. Post Keynesian Perspectives*, J. Depez y J. T. Harvey (eds.), Nueva York, Routledge.
- _____(1994), *Economic Growth and the Balance-of-Payments Constraint*, Nueva York, St. Martin's Press.
- Minsky, H. (1995), "Financial factors in the economics of capitalism", *Hyman P. Minsky Archive*, N° 64 [en línea] https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/64.
- _____(1994), "Regulation and supervision", *Hyman P. Minsky Archive*, N° 443 [en línea] https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/443.
- _____(1992), "The financial instability hypothesis", *Working Paper*, N° 74, The Levy Economics Institute of Bard College.
- _____(1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press.
- _____(1982a), "Financial instability revisited: the economics of disaster", *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Nueva York, M. E. Sharpe.
- _____(1982b), "The financial instability hypothesis: a restatement", *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Nueva York, M. E. Sharpe.
- _____(1982c), *Can "It" Happen Again? Essays on Stability and Finance*, Nueva York, M. E. Sharpe.
- _____(1981), "Debt deflation processes in today's institutional environment", *Hyman P. Minsky Archive*, N° 229 [en línea] https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/229.
- _____(1980a), *Finance and Profits: the Changing Nature of American Business Cycles*, U.S. Government Printing Office.

- _____(1980b), "Capitalist financial processes and the instability of capitalism", *Journal of Economic Issues*, vol. 14, N° 2.
- _____(1976), "Banking and a fragile financial environment", documento preparado para Session on Risk and Regulation in Banking, Atlantic City, 16 de septiembre, Asociación Estadounidense de Economía.
- _____(1975), *John Maynard Keynes*, Nueva York, Columbia University Press.
- Minsky, H. y C. Campbell (1988), "Getting off the back of a tiger: the deposit insurance crisis in the United States", *Hyman P. Minsky Archive*, N° 67 [en línea] https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/67.
- Nalin, L., L. Rojas y E. Pérez Caldentey (2021), "The external financial constraint in Latin America and the Caribbean. A stock-flow approach", *DA-COVID-19 Project Paper*, N° 17/21.
- Nalin, L. y G. Toshiro Yajima (2021), "Commodities fluctuations, cross border flows and financial innovation: A stock-flow analysis", *Metroeconomica*, vol. 72, N° 3.
- Passarella, M. (2012), "A simplified stock-flow consistent dynamic model of the systemic financial fragility in the 'New Capitalism'", *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 83, N° 3.
- Paus, E. (2019), "Addressing Latin America's dismal productivity growth: firm-level innovation and government policies", documento presentado en el 37° Congreso Internacional de la Asociación de Estudios Latinoamericanos (LASA), Boston, 24 a 27 de mayo.
- Pérez Caldentey, E., L. Nalin y L. Rojas (2021), "A critical assessment of macroprudential regulation and comparative regional experiences focusing on Latin America and the Caribbean", *DA-COVID-19 Project Paper*, N° 18/21.
- Pérez Caldentey, E., M. Abeles y Z. Kreiter (2021), "A policy-oriented study on capital flow regulations", *DA-COVID-19 Project Paper*, N° 10/21.
- Pérez Caldentey, E., N. Favreau Negront y L. Méndez Lobos (2019), "Corporate debt in Latin America and its macroeconomic implications", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 42, N° 3.
- Pérez Caldentey, E. y J. C. Moreno-Brid (2021), "Thirlwall's law and the terms of trade: a parsimonious extension of the balance-of-payments-constrained growth model", *Thirlwall's Law at 40*, T. Palley, E. Pérez Caldentey y M. Vernengo (eds.), Edward Elgar Publishing.
- Pérez Caldentey, E. y M. Cruz (2012), "La regulación financiera y la política macroprudencial", inédito.
- Pérez Caldentey, E. y M. Vernengo (2021), "Financialization, premature deindustrialization, and instability in Latin America", *Review of Keynesian Economics*, vol. 9, N° 4.
- Randall Wray, L. (2017), *Why Minsky Matters: An Introduction to the Work of a Maverick Economist*, Nueva Jersey, Princeton University Press.
- Robinson, J. (1952), *The Rate of Interest and Other Essays*, Londres, Macmillan.
- Rodrigues Bastos, F., H. Kamil y B. Sutton (2015), "Corporate financing trends and balance sheet risks in Latin America: taking stock of 'the bon(d)anza'", *Working Paper*, N° 15/10, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Schonerwald da Silva, C. (2021), "Dynamic modelling of the sustainable development finance assessment and the sdgs, response and recovery: mobilising financial resources for development in the time of COVID-19", octubre, inédito.
- Shin, H. (2010), "Financial intermediation and the post-crisis financial system", *BIS Working Papers*, N° 304, Banco de Pagos Internacionales (BPI).

- Shleifer, A. y R. Vishny (2011), "Fire sales in finance and macroeconomics", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 25, N° 1.
- _____(2010), "Asset fire sales and credit easing", *American Economic Review*, vol. 100, N° 2.
- Sraffa, P. (1922), "The bank crisis in Italy", *The Economic Journal*, vol. 32, N° 126.
- S&P Global (2020), "How COVID-19 is affecting bank ratings: October 2020 update", 22 de octubre [en línea] <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/201022-how-covid-19-is-affecting-bank-ratings-october-2020-update-11706057>.
- Tang, Z. y otros (2021), "A scientometric review on literature of macroprudential policy", *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, vol. 34, N° 1.
- The Levy Economics Institute of Bard College (2012), *Using Minsky to Simplify Financial Regulation*.
- Thirlwall, A. P. (2002), *The Nature of Economic Growth*, North Hampton, Edward Elgar Publishing.
- _____(1979), "The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, vol. 32, N° 128.
- Valdecantos, S. (2016), "Estructura productiva y vulnerabilidad externa: un modelo estructuralista stock-flujo consistente", *serie Estudios y Perspectivas*, N° 46 (LC/L.4171), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Wray, W. (2016), *Why Minsky Matters*, Nueva Jersey, Princeton University Press.
- Zezza, G. (2016), "EViews macros for building models in Wynne Godley and Marc Lavoie Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth" [en línea] <https://gennaro.zezza.it/software/eviews/glnotes.php>.

Anexo VIII.1

Reglas de sostenibilidad de la deuda

Regla de sostenibilidad de la deuda en moneda nacional

Con arreglo a lo dispuesto por Schonerwald da Silva (2021) en lo referente al nivel nacional, la cuestión central reside en la relación entre la deuda y el PIB. La sostenibilidad de la deuda pública en moneda nacional puede expresarse de la siguiente manera:

$$\Delta d = \frac{G - T}{Y} - \frac{\Delta M}{PY} - (\beta - \pi + g) \cdot d. \quad (I.)$$

donde

Δd = Cambio en la relación entre la deuda nacional y el PIB

$\frac{G - T}{Y}$ = Déficit primario

$\frac{\Delta M}{PY}$ = Cambio en la relación entre las importaciones y el PIB

i^g = Costo medio del pasivo del Gobierno

π = Cambio en los precios nacionales

g = Tasa de crecimiento nacional

d = Relación entre la deuda nacional y el PIB

Según De Freitas Bhering (2021), esta ecuación puede reexpresarse como:

$$\Delta d = \frac{G + F - T}{Y} - \left(\frac{g - i^g}{1 + g} \right) \cdot d \quad (I.a.)$$

donde

F = Transferencias del Gobierno a otros sectores

Como menciona Schonerwald da Silva (2021), la segunda parte de la ecuación (I.a.) es el conocido efecto multiplicador, por lo que esta parte de la ecuación determinará en gran medida la sostenibilidad de la deuda pública en moneda extranjera en función de la diferencia entre $\left(\frac{g - i^g}{1 + g} \right) \cdot dg - i^g$.

En el caso del modelo en cuestión, se toma la ecuación (I.a.) como punto de partida para formular la regla de sostenibilidad y se obtiene la siguiente ecuación:

$$gr_{g_2} = \left(\frac{g_{-1} - i^g_{-1}}{1 + g_{-1}} \right) \cdot d_{-1} - \frac{G_{-1} + F_{-1} - T_{-1}}{Y_{-1}} \quad (II.)$$

donde

gr_{g_2} = Regla de sostenibilidad

Habida cuenta del papel asignado al Gobierno en el marco de las políticas macroprudenciales, esta regla determina una parte de la tasa de crecimiento del gasto público en cada período, en función del comportamiento de la deuda pública en lo que respecta a la brecha entre ambas partes de la ecuación (II).

Regla de sostenibilidad de la deuda en moneda extranjera

Con arreglo a Schonerwald da Silva (2021), se parte de la ecuación de la balanza de pagos:

$$X - M + RMT + NIFA + D + FDI + PI - \Delta R = 0 \text{ (III)}$$

donde

X = Exportaciones

M = Importaciones

RMT = Remesas

$NIFA$ = Ingresos netos procedentes del extranjero

D = Deuda neta (tanto en moneda nacional como extranjera)

FDI = Inversión extranjera directa

PI = Cartera de inversiones

ΔR = Variación de las reservas

De ahí, se obtiene que:

$$\Delta NEL = M - X - RMT - NIFA \text{ (IV.)}$$

donde

ΔNEL = Variación del pasivo externo neto

y

$$\Delta nel = \frac{NEL}{X + RMT}$$

La variación del pasivo en moneda extranjera puede reexpresarse de la siguiente manera:

$$nel = \frac{M - X - RMT - NIFA}{X + RMT} - nel \left(\frac{\Delta(X + RMT)}{X + RMT} \right) \text{ (VI.)}$$

Y, por último, según De Freitas Bhering (2021), la ecuación anterior puede expresarse en función de las tasas de crecimiento de las exportaciones (x) y del tipo de interés medio del pasivo de la economía (r).

$$\Delta nel = \frac{M - X - RMT - NIFA}{X + RMT} - \left(\frac{x-r}{1+x}\right) \cdot nel \text{ (VII.)}$$

El comportamiento de la deuda externa dependerá, por tanto, de la segunda parte de la ecuación ((VII.) $\left(\frac{x-r}{1+x}\right) \cdot nel$), y de la brecha $(x-r)$.

En el caso del modelo en cuestión, se toma la ecuación (VII.) como punto de partida para formular la regla de sostenibilidad y se obtiene la siguiente ecuación:

$$gr_{g_2} = \left(\frac{x - ig^s}{1+x}\right) \cdot nel - \frac{M - X}{X} \text{ (VIII.)}$$

De aquí se obtiene la siguiente ecuación para la variación del gasto público:

$$gr_g = \varphi_0 + \varphi_1(gr_y) + \xi_{gr_2} \cdot gr_{g_2} + \xi_{gr_3} \cdot gr_{g_3}$$

donde

ξ_{gr_2}, ξ_{gr_3} son parámetros que miden la elasticidad. En la hipótesis de referencia, su valor es cero.

Capítulo IX

La desindustrialización prematura impulsada por las finanzas y el papel de la política macroprudencial exterior en el desarrollo transformador pos-COVID: América Latina desde una perspectiva comparada

*Alberto Botta
Giuliano Yajima
Gabriel Porcile¹*

Introducción

La crisis de la enfermedad por coronavirus (COVID-19) surgió hace más de dos años, y la mayoría de las economías del mundo aún tienen dificultades para recuperarse. En 2020, la caída del producto interno bruto (PIB) mundial fue más pronunciada que la que se había observado en 2009 tras la última crisis financiera. La recesión provocada por la pandemia ha sido la más profunda desde la Gran Depresión, y se calcula que el comercio mundial de bienes y servicios ha disminuido un 7,6% (Naciones Unidas, 2021). La actividad económica repuntó en 2021, pero las secuelas de la recesión de 2020 pueden llevar a que la recuperación adopte la forma del símbolo de la raíz cuadrada y a que haya un estancamiento duradero.

¹ Universidad de Greenwich, Reino Unido; Universidad de Roma “La Sapienza”, Italia, y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Uruguay.

La crisis del COVID-19 no ha tenido la misma intensidad en todas regiones. En los países emergentes y en desarrollo, la dinámica de la economía se desaceleró, pero en China y en algunos países de Asia Oriental siguió siendo positiva. América Latina y el Caribe, en cambio, destaca como la región más afectada del mundo junto con Asia Meridional (Naciones Unidas, 2021). Según el informe *Perspectivas de la economía mundial* que el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó en abril de 2022, se estima que el PIB de América Latina se ha contraído en torno al 7,0% (FMI, 2022). Ese descenso supera en más de cuatro veces el observado en el África Subsahariana. El crecimiento económico de América Latina fue sustancial en 2021 (6,8%), pero inferior al que tuvo lugar en los países emergentes de Asia. Y lo que es más importante, se prevé que ese crecimiento se desacelerará y se situará en torno a un 2,5% en los próximos tres años, cifra inferior a la que está prevista para la mayor parte del resto del mundo en desarrollo.

No hay un único factor que explique las gravísimas consecuencias que el COVID-19 ha tenido en América Latina. Según Aguilera (2020), los países latinoamericanos son economías emergentes y en desarrollo en las que, no obstante, se padecen enfermedades propias de las economías avanzadas, como la obesidad y la hipertensión. Por un lado, esas enfermedades agravaron los efectos del contagio y llevaron a que la probabilidad de que las personas infectadas ingresaran en cuidados intensivos fuera más alta. Por otro lado, es posible que la mayor presión ejercida en los frágiles sistemas sanitarios haya aumentado el número de víctimas y, al mismo tiempo, inducido a los gobiernos locales a adoptar medidas más estrictas y prolongadas de confinamiento, lo que obviamente tuvo grandes repercusiones en la economía. La pandemia ha llevado a que todos los gobiernos del mundo adoptaran medidas fiscales discrecionales para apoyar la economía. Los de América Latina no han sido la excepción y han aplicado paquetes fiscales que en general coinciden con los de otras economías emergentes y en desarrollo, pero que no tienen la envergadura de la respuesta fiscal que se ha brindado en los países avanzados. La reacción fiscal, no obstante, ha sido heterogénea entre los países de América Latina. México, por ejemplo, es un caso sorprendente de inactividad fiscal. Según el informe *Fiscal Monitor* que el FMI publicó en 2020 (FMI, 2020a), la respuesta fiscal que se brindó ante el COVID-19 en ese país representó un mero 2% del PIB, motivo por el cual Hannan, Honjo y Raissi (2020) sugirieron dar un giro fiscal que supusiera adoptar más medidas anticíclicas ahora y posponer los ajustes fiscales para llevarlos a cabo a mediano plazo. En 2019, la economía mexicana representó casi el 27% del PIB de América Latina. Es fácil ver cómo la falta de medidas fiscales anticíclicas y la profundización de la crisis en México podrían tener efectos indirectos negativos en la economía de toda la región. Quizá lo más importante para nuestro análisis es que hay indicios de que las consecuencias económicas negativas que el COVID-19 tendrá a mediano plazo pueden agudizarse en el contexto de estructuras

productivas frágiles y relativamente subdesarrolladas, caracterizadas por una informalidad generalizada, altos niveles de desigualdad, y gran dependencia de los recursos naturales o de servicios intensivos en contacto (Hevia y Neumeyer, 2020). Este es el caso de las economías latinoamericanas, incluso en comparación con otras economías emergentes y en desarrollo.

La relación perversa entre las estructuras productivas subdesarrolladas, la intensidad de la crisis del COVID-19 y la debilidad de la recuperación pos-COVID llevan a que el cambio estructural sea un aspecto central de las estrategias de desarrollo que tengan por objeto incentivar un crecimiento económico sostenido y aumentar la resiliencia ante crisis similares que surjan en el futuro. En el presente informe abordamos esta cuestión investigando los factores que pueden haber perjudicado el desarrollo productivo de los países emergentes y en desarrollo, en particular los latinoamericanos, durante los últimos 40 años. Más concretamente, investigamos el papel que la integración financiera desempeña en la economía financiera mundial y el modo en que los períodos de bonanza financiera pueden dar lugar a una desindustrialización prematura en un subconjunto de economías latinoamericanas, a saber, la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú. Nuestra labor tiene por objeto analizar si es posible que los períodos en que hubo entradas de capital abundantes en esas economías hayan contribuido a que la estructura productiva interna se modificara en detrimento de sectores como el manufacturero, que tradicionalmente han sido reconocidos como grandes fuentes de desarrollo sostenible a largo plazo (Benigno y Fornaro, 2014; Botta, 2021). Con ese fin, en primer lugar describiremos cómo los países latinoamericanos mencionados presentan signos importantes de desindustrialización prematura respecto a otros países emergentes y en desarrollo, sobre todo los de Asia Oriental. A continuación, brindaremos algunos datos preliminares sobre cómo las entradas de capital, en particular la inversión de cartera neta, pueden haber contribuido a esa disminución (relativa) precoz de la participación del sector manufacturero en el PIB y el empleo de toda la economía.

Nuestro trabajo se estructura como se indica a continuación. En la sección A analizamos cómo y por qué la debilidad de las estructuras productivas latinoamericanas puede haber contribuido a agravar las repercusiones económicas de la pandemia. En la sección B centramos la atención en el vínculo entre el cambio estructural, el desarrollo productivo y la integración financiera. En la sección C nos enfocamos en el camino que se debería seguir y en las políticas que podrían fomentar una recuperación transformadora en el contexto de una economía más resiliente; más concretamente, analizamos si las políticas macroprudenciales que controlan la circulación internacional del capital, además de tener consecuencias para la estabilidad financiera y macroeconómica a corto plazo, pueden tener efectos positivos en el desarrollo productivo de las economías latinoamericanas a largo plazo. En la sección D hacemos algunas observaciones finales.

A. El COVID-19 y las estructuras productivas vulnerables de América Latina

Hay varios factores que pueden haber contribuido a profundizar o suavizar las consecuencias económicas de la pandemia: la eficacia de las primeras medidas de confinamiento; la generosidad de los estímulos fiscales discrecionales, y la rapidez de la campaña de vacunación. Los nuevos datos empíricos sugieren que las diferencias entre las estructuras productivas también pueden contribuir a explicar el diverso grado de intensidad que la crisis ha tenido en los distintos países. Hay al menos tres formas en que esas diferencias pueden incidir en la vulnerabilidad económica ante el COVID-19, y estas se relacionan con los siguientes aspectos: i) la calidad del empleo que las diferentes estructuras productivas generan; ii) la exposición propia de cada sector a las medidas de confinamiento relacionadas con el COVID-19, y iii) la dependencia más general de la economía respecto de determinados activos productivos (es decir, recursos naturales), y la forma en que los sectores conexos responden a las crisis mundiales.

Los países emergentes y en desarrollo suelen presentar estructuras productivas poco diversificadas, al menos en comparación con las economías avanzadas. En general están rezagados en el ámbito tecnológico, su proceso de industrialización suele ser incompleto porque los sectores de los bienes de capital o de alta tecnología están poco desarrollados, y los eslabonamientos hacia atrás y hacia delante no se aprovechan bien. De conformidad con La Porta y Shleifer (2014), la falta de desarrollo productivo suele reflejarse en estructuras económicas dobles en que un sector informal amplio y de apariencia permanente convive con una economía formal pequeña². En los

² En los últimos 30 años, tras la contribución original de De Soto (1988), varios economistas han formulado una visión más positiva de la informalidad. Según ese enfoque, la informalidad se considera una opción que los agentes económicos eligen en respuesta a la excesiva regulación y a los costos burocráticos de la economía formal, opción que permite a las empresas ser flexibles y evitar las rigideces del sector formal (Maloney, 2004). La Porta y Shleifer (2014) son contrarios a este enfoque y brindan una amplia descripción empírica de las empresas informales en que se señala que estas son mucho menos productivas y rentables que las actividades formales, además de que producen bienes de menor calidad. Según los autores, en el caso de las empresas informales las posibilidades de innovación e inversión son mínimas, y no existe una verdadera competencia entre ellas y las empresas formales. De hecho, señalan que los empresarios informales cerrarían con gusto sus negocios para trabajar como empleados en el sector formal si se les ofreciera la oportunidad, aunque los salarios de ese sector estén gravados y los ingresos del sector informal no lo estén (La Porta y Shleifer, 2014, pág. 112). En cierto modo, La Porta y Shleifer (2014) defienden una perspectiva más tradicional de la informalidad que se asemeja a la de Lewis: en esa perspectiva, la informalidad es una característica involuntaria de las economías duales que surge debido a la falta de desarrollo productivo y que puede reducirse de forma espontánea si los países se desarrollan y la economía formal se expande. De conformidad con Loyaza (2018), según los factores propios de cada país, la informalidad puede ser el resultado de un sistema productivo subdesarrollado y de una gobernanza ineficiente. El reconocimiento de esta última posibilidad no disminuye la importancia del cambio estructural y el desarrollo productivo para absorber la informalidad. En este informe prestaremos especial atención al modo en que el desarrollo productivo, al reducir la informalidad, puede aumentar la resiliencia económica ante el COVID-19 y ante las pandemias que puedan surgir en el futuro.

países de ingreso mediano bajo, el sector informal cobra aún más importancia en tiempos del COVID-19, ya que las consecuencias económicas de la pandemia pueden afectarlo de forma desproporcionada. En primer lugar, las pequeñas empresas informales se caracterizan por sobrevivir durante períodos más breves que las empresas formales, que son más grandes (en términos relativos). Además, la ausencia de ingresos durante el confinamiento las expone más a la quiebra. Esto se debe a que las pequeñas empresas informales o los trabajadores por cuenta propia suelen acumular menos capital y reservas de efectivo que las empresas formales, y quedan excluidos de los mercados crediticios y financieros con más facilidad debido a la falta de garantías que tengan valor (Céspedes, Chang y Velasco, 2020; Valensisi, 2020). En segundo lugar, los empresarios y los empleados informales no suelen contar con ninguna forma de seguro o protección social contra el desempleo o la incapacidad laboral. Este hecho aumenta considerablemente las dificultades de los gobiernos nacionales para amortiguar los efectos económicos de la pandemia, ya que es posible que tengan que crear desde cero algunos mecanismos de protección social universal. Además, la falta de redes adecuadas de seguridad social podría hacer que la contracción de los ingresos familiares fuera particularmente grave. Aunque las estadísticas oficiales no lo recojan, esto también podría manifestarse como una caída pronunciada de las inyecciones de demanda interna, sobre todo del consumo privado.

La crisis del COVID-19 abarca toda la economía y ha afectado negativamente a casi todos los sectores productivos, aunque no de forma homogénea. En general, el sector de los servicios parece haberse visto más afectado que la industria y la agricultura, aunque hay una heterogeneidad considerable incluso dentro de estos tres macrosectores³. Según la CEPAL (2020), las actividades de la hostelería, el transporte, el turismo, el comercio minorista, la reparación y, en general, el comercio son las que más han sufrido. Por un lado, esto se debe a la naturaleza intrínseca de los servicios que prestan, ya que se trata de servicios intensivos en contacto que durante el confinamiento estuvieron prohibidos casi por completo. Por otra parte, las empresas de esos sectores suelen sobrevivir durante períodos considerablemente más breves que las empresas manufactureras (Bosio y otros, 2020). Es probable que en los sistemas económicos que dependen en mayor medida de esos sectores la contracción económica haya sido mayor que en otros países durante el confinamiento.

La pandemia también ha provocado importantes fluctuaciones en el precio de los productos primarios. La reacción no ha sido uniforme en todos los sectores. Los índices de precios de los productos agrícolas y los metales no descendieron con tanta intensidad como tras la crisis financiera de 2007-2008.

³ Según las Naciones Unidas (2021), el comercio mundial del sector automotriz se contrajo masivamente en 2020. El comercio de equipos de oficina y de comunicación, en cambio, aumentó en torno al 10%.

De hecho, el precio de los productos agrícolas ha aumentado desde enero de 2020. En el caso de los metales, tras una modesta reducción inicial, el precio ahora se encuentra por encima del nivel anterior a la crisis. Según el informe *Commodity Markets Outlook* del Banco Mundial (Banco Mundial, 2020), el índice de precios del sector energético, en particular del petróleo, disminuyó de forma drástica casi un 60% en el primer trimestre de 2020, repuntó parcialmente en la segunda parte de ese año, y en 2021 se situó en niveles más altos que antes de la pandemia. Es posible que la evolución heterogénea del mercado de los productos primarios haya llevado a que las economías dependientes de los recursos resultaran menos afectadas por el COVID-19 que por otras crisis mundiales anteriores. No obstante, la pandemia ha demostrado una vez más lo expuestos que algunos países emergentes y en desarrollo pueden estar frente a la volatilidad de los precios de los productos primarios. La caída inicial y la posterior volatilidad de los precios del sector energético parecen subrayar la importancia de que en las economías que dependen de las exportaciones de petróleo y gas natural como fuentes principales de divisas se promueva la diversificación productiva. En esos países, la incertidumbre en el conjunto de la economía puede aumentar en las épocas en que los precios de los productos básicos son muy volátiles. El problema de la balanza exterior puede agravarse considerablemente cuando el precio de los productos básicos exportados disminuye, y eso puede llevar a que el crecimiento económico se detenga de forma brusca⁴. Esto se acentúa por el hecho de que los mercados financieros internacionales al parecer ofrecen a esos países poco espacio para mantener un déficit prolongado en cuenta corriente (Vernengo y Pérez Caldentey, 2020).

Según parece, las estructuras productivas de los países latinoamericanos presentan al menos algunas de las características mencionadas que pueden hacer que esos países sean más vulnerables a las consecuencias económicas de la pandemia, incluso en comparación con otras economías emergentes y en desarrollo.

En primer lugar, la participación del sector informal de los países latinoamericanos en el PIB de esos países es, junto con la del África Subsahariana, la mayor entre las economías emergentes y en desarrollo (Banco Mundial, 2019; Islam y Lapeyre, 2020)⁵. Este hecho puede contribuir

⁴ En las economías con problemas de balanza exterior, el crecimiento económico y la acumulación de capital dependen en gran medida de las importaciones de bienes de capital, que a su vez dependen de que se obtengan monedas fuertes por medio de las exportaciones. Desde una perspectiva histórica, el declive y la volatilidad de la relación de intercambio de los países periféricos con las economías centrales han obligado una y otra vez a los primeros a reducir la inversión y a frenar el crecimiento económico.

⁵ La situación difiere cuando se considera el empleo, ya que la participación del sector informal de América Latina en el empleo es relativamente menor que en los países africanos, asiáticos o árabes (Islam y Lapeyre, 2020). Esto se debe a que, en América Latina, las actividades informales son más productivas que las de otras partes del mundo en desarrollo.

a exacerbar las consecuencias negativas del COVID-19. Las estadísticas oficiales no permiten captar cuánto ha caído la producción del sector informal en total; no obstante, podemos observar la dinámica de los distintos componentes de la demanda del PIB para inferir en cierta medida las consecuencias implícitas e indirectas que la contracción de los ingresos informales provocada por la pandemia ha tenido en la economía en su conjunto. En efecto, es razonable suponer que el perjuicio que el COVID-19 ha causado en el empleo informal se refleja de alguna manera en el comportamiento relativo del consumo privado frente a otros componentes de la demanda. Los datos disponibles indican que, en América Latina, el grueso de la caída del PIB anual en 2020 se puede atribuir a la contracción del consumo privado interno⁶. En Chile y la Argentina, el consumo privado representó hasta el 85% y el 94% de la reducción global de los ingresos internos, respectivamente⁷. La mejora de la balanza comercial, debida sobre todo al desplome de las importaciones, ha contrarrestado en parte el descenso de la demanda interna. El panorama es algo diferente en otros países en desarrollo, como Sudáfrica e Indonesia, o en países desarrollados que han sido duramente golpeados por la crisis, como Italia y España. En los dos primeros, la reducción del consumo privado explica menos del 60% de la disminución global del PIB real en 2020. En el caso de Italia y España, esa proporción es de aproximadamente el 73% y el 64%, respectivamente. En esos dos países hubo una contracción importante de la balanza comercial debido a la dura crisis que afectó al sector turístico y hostelero.

En segundo lugar, América Latina es la región del mundo que tiene la mayor proporción de empleo intensivo en contacto respecto del empleo total (FMI, 2020b). En gran medida, esto se debe a que en la región hay una especialización productiva “perversa” centrada en sectores intensivos en contacto que requieren escasa cualificación en términos relativos, como el transporte, la hostelería, el comercio y el almacenamiento⁸. Según las Naciones Unidas (2021), hay asimetrías productivas muy llamativas entre América Latina y los países asiáticos emergentes (como China y la India) o recientemente industrializados (como la República de Corea y Singapur). Mientras que en América Latina se depende de servicios que han estado más expuestos a la pandemia y

⁶ Los datos disponibles sobre los componentes de la demanda del PIB real de 2019 y 2020 se tomaron de OCDE (s.f.).

⁷ Calculamos la contribución de los distintos componentes de la demanda a la última evolución del PIB real según la siguiente regla contable: $\frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{C_t - C_{t-1}}{C_{t-1}} \frac{C_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - G_{t-1}}{G_{t-1}} \frac{G_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} \frac{I_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{NX_t - NX_{t-1}}{NX_{t-1}} \frac{NX_{t-1}}{Y_{t-1}}$, donde Y representa el PIB real, C el consumo privado, G las compras finales del Estado, I la formación bruta de capital y NX las exportaciones netas de bienes y servicios. El sufijo t se refiere a 2020, y el t - 1, a 2019.

⁸ La elevada dependencia de las economías latinoamericanas respecto de los empleos intensivos en contacto que no son aptos para el teletrabajo se debe también a la falta de infraestructura de tecnologías de la información y las comunicaciones, como el acceso a Internet de banda ancha.

cuyo valor agregado es relativamente escaso, en los países asiáticos se ha aumentado la participación en servicios de alta cualificación y valor agregado, como las tecnologías de la información y las comunicaciones, las finanzas, la educación, la investigación y el desarrollo, y los servicios relacionados con las empresas. Esta diferencia estructural es de suma importancia porque estos últimos servicios han resultado menos afectados por el COVID-19 (pueden prestarse con más facilidad trabajando desde casa), se comercializan cada vez más en los mercados internacionales, se caracterizan por las economías de escala, y ofrecen más oportunidades para la innovación y el aprendizaje práctico⁹ ¹⁰. Estas asimetrías productivas estructurales entre los países emergentes y en desarrollo pueden contribuir a explicar por qué, tras el surgimiento del COVID-19, en América Latina se ha observado la caída más abrupta del empleo en comparación con las economías desarrolladas y otras economías emergentes (FMI, 2020b).

En tercer lugar, incluso dejando de lado por un segundo las estructuras productivas divergentes del sector de los servicios, los países latinoamericanos han debido pagar el precio de su especialización o participación deficiente en las cadenas globales de valor de los sectores industriales más golpeados por la crisis. Este es el caso, por ejemplo, del sector del petróleo y la energía de Colombia. El desplome del precio mundial de los productos energéticos, que se recuperó solo parcialmente en el segundo semestre de 2020, frenó de forma considerable la acumulación de capital en las economías que dependían del petróleo. Una línea de razonamiento similar se aplica a México y el Brasil respecto de la industria del automóvil. Si se observan las estadísticas comerciales, el comercio en el sector automotriz disminuyó casi un 20% en el primer semestre de 2020. Por otra parte, el comercio de equipos de oficina y de comunicación, que son sectores productivos básicos en los países emergentes de Asia, se expandió en torno al 10% (Naciones Unidas, 2021). En conclusión, la vulnerabilidad de América Latina ante el COVID-19 puede atribuirse en parte a la elevada dependencia tradicional respecto de los recursos naturales, en particular de los productos energéticos, y a un sector de servicios mucho menos desarrollado. Además, también puede provenir de la exposición idiosincrásica a las consecuencias económicas de la pandemia que caracteriza a las pocas industrias manufactureras latinoamericanas de mediana y alta tecnología.

⁹ En el informe *World Economic Situation and Prospects 2021* (Naciones Unidas, 2021) se señala que, en los últimos 15 años, el comercio de servicios altamente cualificados ha aumentado con más rapidez que el de bienes. Es un dato interesante que la creciente participación de las economías emergentes en este tipo de servicios se ha concentrado sobre todo en los países asiáticos emergentes y de reciente industrialización.

¹⁰ Según Baldwin y Forslid (2020), es posible que, de alguna manera, los servicios de alta cualificación presenten propiedades de fomento del crecimiento similares a las que tradicionalmente se han atribuido a la industria manufacturera.

B. Integración financiera, entradas de capital y desindustrialización prematura en América Latina

La posibilidad de que las estructuras productivas subdesarrolladas hayan contribuido a agravar las consecuencias económicas del COVID-19 lleva a que el cambio estructural y el desarrollo productivo vuelvan a ser objetivos centrales de las políticas que tengan por objeto fomentar una recuperación sostenida y sostenible tras la pandemia. El análisis destinado a determinar qué políticas se pueden aplicar para promover la recuperación transformadora pos-COVID exige, en primer lugar, determinar qué factores pueden haber causado el atraso productivo que los países latinoamericanos han tenido durante tanto tiempo. En el presente trabajo nos centramos en la posible relación perversa entre el desarrollo productivo y los períodos en que hay grandes entradas de capital, sobre todo inversión volátil de cartera.

Se ha escrito mucho sobre la relación causal entre los flujos de capital y el crecimiento en los países emergentes y en desarrollo. En la actualidad hay un amplio consenso entre los economistas en cuanto a que los aumentos de las entradas de capital, estimulados quizás por las reformas de liberalización financiera, pueden llevar a que aumente la inestabilidad macroeconómica (Taylor, 1998; Kaminsky y Reinhart, 1999; Ocampo, Spiegel y Stiglitz, 2008) y al mismo tiempo incidir relativamente poco, si es que inciden, en la rapidez del crecimiento (Ostry, Loungani y Furceri, 2016). Es posible que los efectos perjudiciales de la mayor integración financiera no se limiten solo a fluctuaciones pasajeras, sino que se extiendan a la dinámica de mediano y largo plazo, si tras las turbulencias o las grandes crisis financieras y monetarias se produce una depresión prolongada de los balances, pérdidas permanentes de producción y una recuperación económica débil (Cerra y Saxena, 2008; Koo, 2014).

Los efectos perjudiciales que los períodos de grandes entradas de capital tienen en el desarrollo a largo plazo pueden ir más allá del aumento de la inestabilidad macroeconómica y financiera. De hecho, en algunas contribuciones teóricas (Palma, 2005 y 2014; Ocampo, 2011; Benigno y Fornaro, 2014; Botta, 2021 y 2017) y en un conjunto creciente de trabajos empíricos (Benigno, Converse y Fornaro, 2015; Bortz, 2018; Botta, Yajima y Porcile, 2022) se señala que esos períodos pueden ser fuentes de atraso productivo persistente, síndrome holandés impulsado por las finanzas y, en última instancia, desindustrialización prematura¹¹. En

¹¹ Según Rowthorn y Ramaswamy (1997) y Palma (2005), entre otros, la estructura productiva de una economía suele seguir una trayectoria de parábola invertida en el transcurso del proceso general de desarrollo. En las primeras fases de este, la participación del sector manufacturero aumenta, tanto en lo que atañe al empleo total como al PIB. En etapas más avanzadas, sin embargo, ese sector se contrae, al menos en términos relativos. Esa es la fase de desindustrialización que se prevé que ocurra en el proceso integral de desarrollo. La desindustrialización prematura ocurre cuando la disminución de la importancia de la industria manufacturera en el conjunto de la economía es más pronunciada de lo esperado o se inicia antes de lo previsto (es decir, en un momento en que el PIB per cápita es inferior o cuando el "pico" de la participación del sector manufacturero es inferior) frente a la experiencia histórica de las economías avanzadas.

cuanto a las aportaciones empíricas, Bortz (2018) muestra que hay una correlación positiva entre el aumento de las entradas brutas de capital en algunos países emergentes y en desarrollo, y la variación del aporte de los sectores financiero, inmobiliario y comercial al PIB. Benigno, Converse y Fornaro (2015) concluyen que los períodos de auge de las entradas de capital están asociados a la contracción, al menos relativa, de las actividades manufactureras. Más recientemente, Botta, Yajima y Porcile (2022) aportan pruebas empíricas de que los períodos de grandes entradas netas de capital, inversión de cartera y crédito internacional, en particular, tienen efectos negativos en la contribución (relativa) del sector manufacturero al PIB y al empleo de la economía en su conjunto¹². En cierto modo, esos autores validan en la práctica las teorías mencionadas sobre el síndrome holandés impulsado por las finanzas, y complementan la literatura empírica anterior sobre la desindustrialización prematura planteada por Tregenna (2015 y 2009) y Rodrik (2016), entre otros.

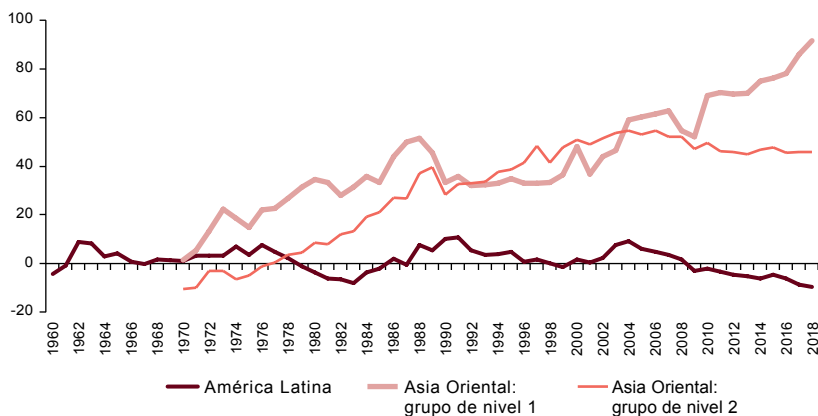
En esos estudios se considera un conjunto relativamente amplio de países emergentes y en desarrollo que se extiende mucho más allá de América Latina. De hecho, es complicado aplicar los análisis a América Latina o a otras regiones concretas debido a la falta de datos y a la cantidad insuficiente de observaciones. Como consecuencia de ello, los resultados econométricos a nivel regional suelen perder significación estadística y parte de su solidez empírica (véase, por ejemplo, Rodrik (2016) y Tregenna, Nell y Callaghan (2021)). A pesar de esto, los datos disponibles sobre América Latina siguen siendo bastante sólidos y, de hecho, sugieren que la integración en el mercado financiero mundial y los consiguientes períodos de grandes entradas de capital pueden haber contribuido a exacerbar la desindustrialización (prematura) de la región, más aún cuando se compara con otros países emergentes y en desarrollo.

En los gráficos IX.1 a IX.4 se muestra cómo evolucionó la estructura productiva del grupo de los seis países latinoamericanos considerados en este estudio comparada con la de otras regiones o países emergentes o en desarrollo desde 1960 hasta 2018. En los gráficos IX.1 y IX.3 se comparan los seis países de América Latina con dos grupos de países emergentes de Asia Oriental: uno de nivel 1 y otro de nivel 2. El grupo de nivel 1 está integrado por la República de Corea, Singapur y la Provincia China de Taiwán; el de nivel 2 está integrado por Indonesia, Malasia y Tailandia. En

¹² Acosta, Lartey y Mandelman (2009) analizan los efectos similares al síndrome holandés que las remesas internacionales pueden tener, mientras que Rajan y Subramanian (2011) estudian el papel de la ayuda internacional.

el gráfico IX.1 se muestra cómo evolucionó la brecha de la participación del sector manufacturero en el PIB nominal, es decir, la diferencia entre la participación efectiva de dicho sector en el PIB y la que cabría esperar según la conocida trayectoria en forma de U invertida del desarrollo industrial surgida de las fuentes fundamentales sobre industrialización y desindustrialización (Rowthorn y Ramaswamy, 1997; Palma, 2005; Tregenna, 2009) que se calculara en Rodrik (2016). Esa brecha se presenta como una proporción respecto del nivel previsto (según Rodrik) de participación del sector manufacturero en el PIB. En el gráfico IX.3 se presentan los mismos datos pero respecto a la participación del sector manufacturero en el empleo. Los valores positivos de esas variables representan niveles de desarrollo de ese sector superiores a los “normales”. Los valores negativos indican que está ocurriendo un proceso de desindustrialización prematura. En los gráficos IX.2 y IX.4 se muestra la brecha de la participación del sector manufacturero en el PIB y en el empleo, respectivamente, con relación a un conjunto de otros países emergentes y en desarrollo, a saber, China, Türkiye, Sudáfrica y Viet Nam. Se consideran estos países a los efectos de brindar más elementos de comparación.

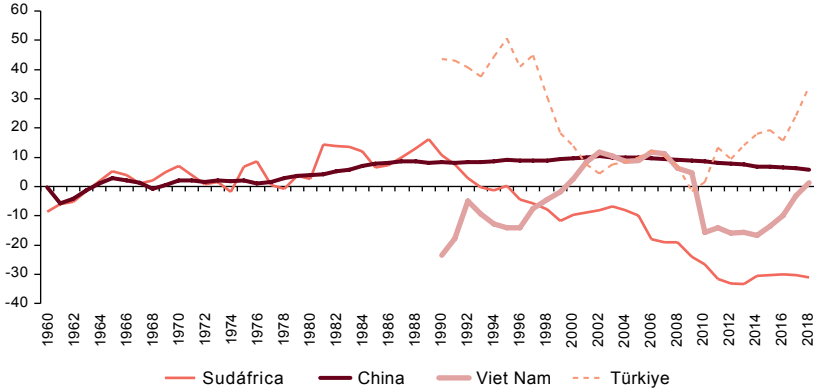
Gráfico IX.1
América Latina (6 países) y Asia Oriental (6 países): brecha de la participación del sector manufacturero en el PIB, 1960-2018
(En porcentajes)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos de Groningen Growth and Development Centre (GGDC).

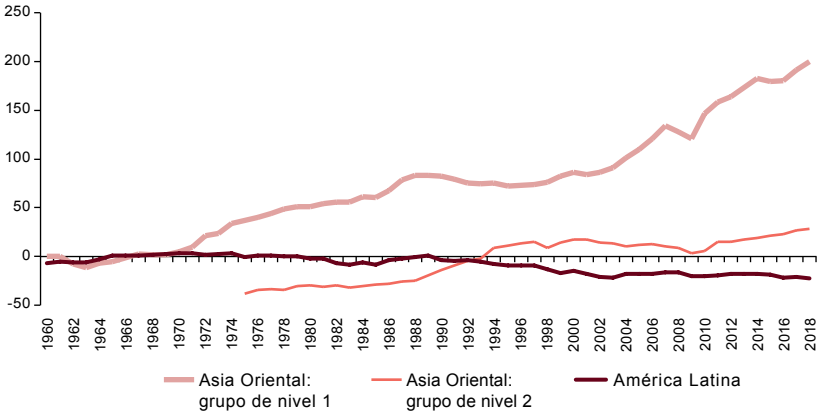
Nota: Los países de América Latina que se consideran en el gráfico son la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú. En cuanto a los países de Asia Oriental, el grupo de nivel 1 está integrado por la República de Corea, Singapur y la Provincia China de Taiwán, y el de nivel 2, por Indonesia, Malasia y Tailandia.

Gráfico IX.2
China, Türkiye, Sudáfrica y Viet Nam: brecha de la participación del sector manufacturero en el PIB, 1960-2018
(En porcentajes)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos de Groningen Growth and Development Centre (GGDC).

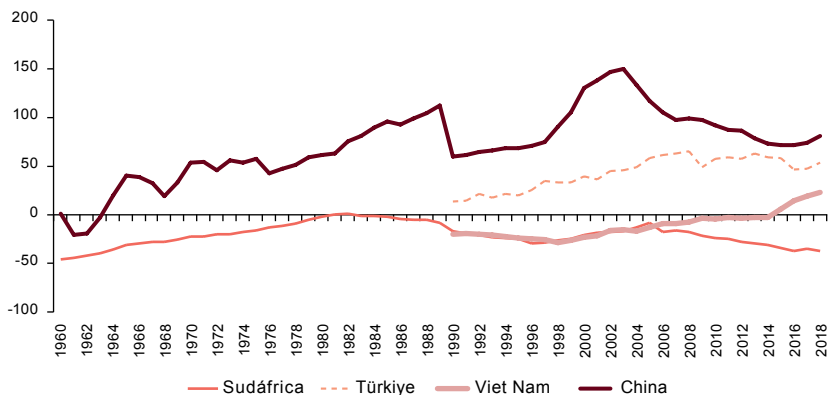
Gráfico IX.3
América Latina (6 países) y Asia Oriental (6 países): brecha de la participación del sector manufacturero en el empleo, 1960-2018
(En porcentajes)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos de Groningen Growth and Development Centre (GGDC).

Nota: Los países de América Latina que se consideran en el gráfico son la Argentina, el Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú. En cuanto a los países de Asia Oriental, el grupo de nivel 1 está integrado por la República de Corea, Singapur y la Provincia China de Taiwán, y el de nivel 2, por Indonesia, Malasia y Tailandia.

Gráfico IX.4
China, Türkiye, Sudáfrica y Viet Nam: brecha de la participación
del sector manufacturero en el empleo, 1960-2018
(En porcentajes)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos de Groningen Growth and Development Centre (GGDC).

Las diferencias regionales que se desprenden de los gráficos IX.1 a IX.4 son muy llamativas. Por un lado, en los últimos 30 años las brechas del sector manufacturero de los grupos de países de nivel 1 y 2 de Asia Oriental presentan una tendencia ascendente, con valores positivos crecientes que sorprenden en algunos casos. Lo mismo ocurre con China y, en menor medida, con Türkiye. En lo que atañe a los seis países latinoamericanos, la brecha de la participación del sector manufacturero en el PIB fluctúa en torno a cero en el transcurso del tiempo; no obstante, a partir de la segunda mitad de los años setenta, y sobre todo en la última década, con frecuencia adquiere valores negativos. En el caso de la brecha de la participación del sector manufacturero en el empleo, los países latinoamericanos exhiben una tendencia negativa bastante estable desde principios de la década de 1990. Esa variable ha ido tomando valores cada vez más negativos desde entonces.

Hay un dato que es más pertinente para nuestro estudio: los períodos de grandes entradas de capital en los países emergentes y en desarrollo y, sobre todo, en los latinoamericanos, parecen estar asociados a un empeoramiento de las brechas de participación del sector manufacturero en el PIB y el empleo. Algunos países de América Latina se encuentran entre los primeros en emprender la liberalización financiera y la integración financiera en la segunda mitad de los años setenta (Díaz-Alejandro, 1985). Las entradas netas de capital también aumentaron en la primera mitad de los años noventa y en la década de 2010, en algunos

casos al menos desde 2009 o antes de ese año (Palma, 2013). El valor de la brecha de la participación del sector manufacturero en el PIB de los seis países latinoamericanos disminuyó y, con mucha frecuencia, se volvió negativo durante todos esos episodios de bonanza financiera.

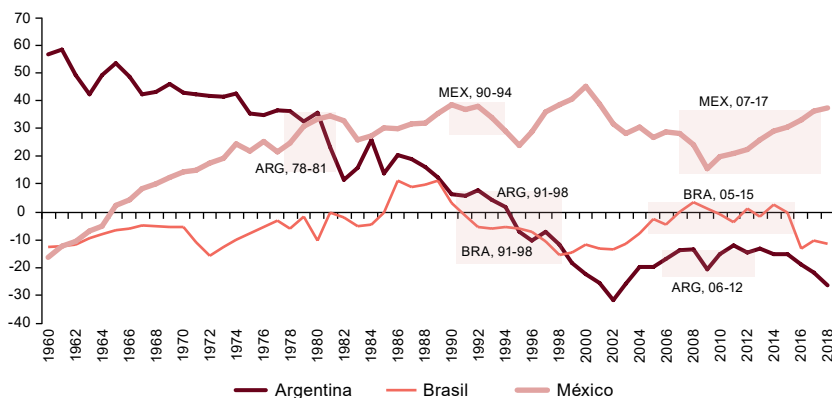
Puede resultar interesante observar que incluso los países de Asia Oriental no parecen ser totalmente inmunes a los efectos negativos que los períodos de bonanza financiera pueden tener en el desarrollo productivo. En la primera parte de la década de 1990, antes de que estallara la crisis financiera de Asia Oriental, esos países estuvieron en el centro de los movimientos mundiales de capital dirigidos hacia los países emergentes y en desarrollo; en esa época, al menos a primera vista, en esos países hubo una reducción prolongada de la importancia del sector manufacturero en el total de la economía o un estancamiento de la capacidad (relativa) de dicho sector para generar empleo. De conformidad con Taylor (1998), es muy probable que los episodios de auge financiero estén asociados a la expansión de algunos sectores no comercializables, sobre todo el inmobiliario, y que de hecho lleven a que los países se alejen, al menos en términos relativos de los sectores manufactureros comercializables.

Hemos examinado los estudios de caso de algunos países concretos para profundizar en la posible relación negativa entre la desindustrialización prematura y los períodos de grandes entradas de capital. La atención se centra de nuevo en los seis países de América Latina y en los del grupo de nivel 1 y nivel 2 de Asia Oriental, solo que ahora se toman de forma individual. Por motivos de espacio, en esta ocasión solo nos concentraremos en la brecha relativa a la participación del sector manufacturero en el empleo. Esta elección también es coherente con Felipe, Mehta y Rhee (2019), quienes consideran que el empleo (más que la producción) del sector manufacturero es el signo e indicador indirecto más destacado de desarrollo económico (o de atraso persistente)¹³.

¹³ Tregenna (2009) observa acertadamente que en un análisis adecuado de la desindustrialización se debería considerar cómo ha evolucionado la participación de los sectores en el empleo junto con datos empíricos sobre la producción. De hecho, una reducción de la participación del sector manufacturero en el empleo debería interpretarse de un modo determinado si viene acompañada de un crecimiento positivo de la producción del sector (y más aún si la participación del sector manufacturero en el PIB aumenta) y de un modo diferente si ocurre en un escenario en que tanto el empleo como la producción disminuyen. En el primer caso, la dinámica divergente del empleo y la producción podría explicarse por el progreso tecnológico y el aumento de la productividad manufacturera, por lo que, en realidad, es posible que no corresponda hablar de desindustrialización. El hecho de que en esta parte de nuestro trabajo nos centremos únicamente en cómo ha evolucionado la participación del sector manufacturero en el empleo sigue siendo, no obstante, coherente con Tregenna (2009). En primer lugar, nos centramos en la brecha de la participación del sector manufacturero en el empleo, que es la evolución de la diferencia entre esa participación y la que cabría esperar si se produjeran cambios estructurales “naturales” en la economía en el transcurso de todo el proceso de desarrollo. En segundo lugar, esta parte del estudio debe considerarse integrada en el análisis anterior sobre la contribución del sector manufacturero al PIB. Las diferencias estructurales entre América Latina y Asia son muy evidentes.

En el gráfico IX.5 se muestra cómo evolucionó la brecha de la participación del sector manufacturero en el empleo en las tres mayores economías latinoamericanas, es decir, la Argentina, el Brasil y México. En el gráfico IX.6 se muestran los datos correspondientes a Chile, Colombia y el Perú. En el gráfico IX.7 nos centramos en la República de Corea, Singapur y la Provincia China de Taiwán, y en el gráfico IX.8 mostramos el caso de Indonesia, Malasia y Tailandia. En todos los gráficos destacamos los períodos de grandes entradas de capital (zonas grises), tal como se definen y detectan en Botta, Yajima y Porcile (2022)¹⁴.

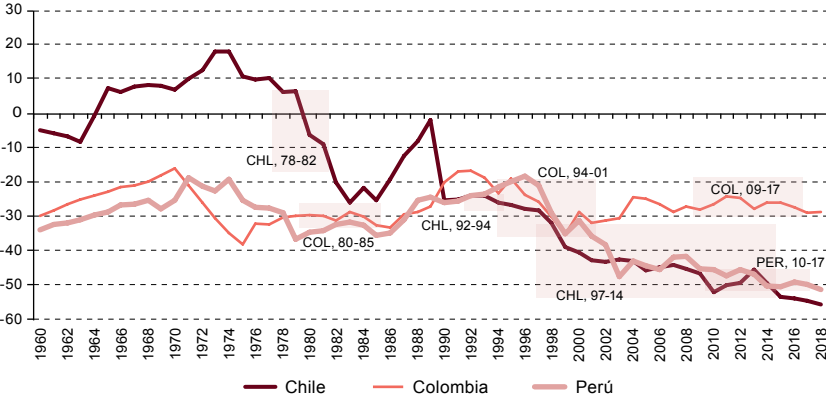
Gráfico IX.5
Argentina, Brasil y México: brecha de la participación del sector manufacturero en el empleo y bonanza financiera, 1960-2018
 (En porcentajes)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos de Groningen Growth and Development Centre (GGDC) y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

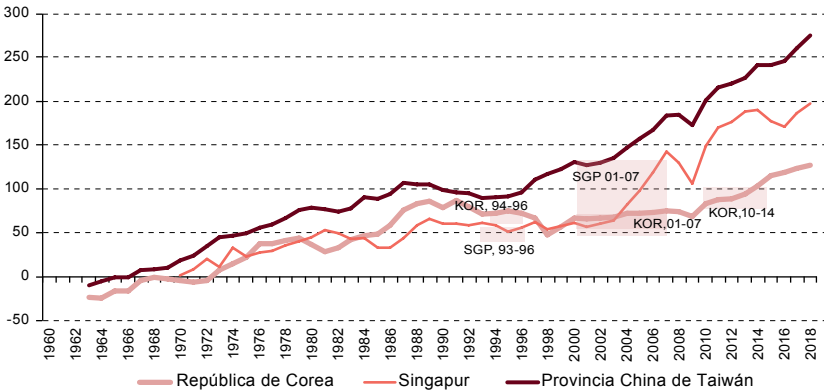
¹⁴ Botta, Yajima y Porcile (2022) examinan las entradas netas de capital que no constituyen inversión extranjera directa (IED), es decir, la inversión de cartera y el crédito bancario internacional, y definen los períodos de bonanza financiera como los que cumplen simultáneamente tres criterios diferentes: i) las entradas netas de capital que no constituyen IED no son negativas ni iguales a cero; ii) las entradas netas de capital que no constituyen IED exhiben valores positivos durante al menos tres años consecutivos, y iii) el promedio del subperíodo es superior al promedio del país en la totalidad del período ajustado (aumentado) en un 10% de una desviación estándar. A pesar de que esta definición es en cierto modo arbitraria (como ocurre en los estudios que se basan en detectar eventos), permite captar todos los principales episodios de grandes entradas de capital que ya se han registrado en la literatura económica en relación con el conjunto de países considerados en el estudio: los auges financieros ocurridos a principios de la década de 1980 (América Latina) o en la década de 1990 (América Latina y Asia Oriental); las grandes entradas de capital que tuvieron lugar antes de 2007 en los países periféricos de la zona del euro, y el aumento del capital internacional que llegó a los países emergentes y en desarrollo en la segunda parte de la década de 2000.

Gráfico IX.6
Chile, Colombia y Perú: brecha de la participación del sector manufacturero en el empleo y bonanza financiera, 1960-2018
(En porcentajes)



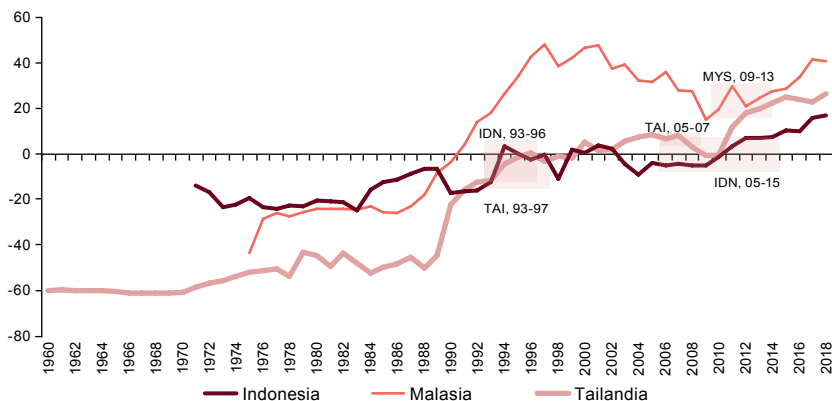
Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos de Groningen Growth and Development Centre (GGDC) y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Gráfico IX.7
República de Corea, Singapur y Provincia China de Taiwán: brecha de la participación del sector manufacturero en el empleo y bonanza financiera, 1960-2018
(En porcentajes)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos de Groningen Growth and Development Centre (GGDC) y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Gráfico IX.8
Indonesia, Malasia y Tailandia: brecha de la participación del sector
manufacturero en el empleo y bonanza financiera, 1960-2018
(En porcentajes)



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de datos de Groningen Growth and Development Centre (GGDC) y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Merece la pena destacar tres aspectos. En primer lugar, el lapso de tiempo bastante prolongado que abarcan los gráficos IX.5 a IX.8 nos permite determinar que en América Latina y Asia Oriental hay dos pautas de desarrollo bien diferenciadas. Con la excepción de México, la mayor parte del tiempo la brecha del sector manufacturero de los países latinoamericanos fue negativa (Brasil, Chile, Colombia, Perú y, desde mediados de los noventa, Argentina), positiva pero decreciente (Argentina, antes de mediados de los noventa) o una mezcla de ambas (Argentina y Chile en las dos últimas décadas). Las políticas industriales activas de los años sesenta y setenta pueden haber contribuido temporalmente a compensar el tamaño subdimensionado del sector manufacturero nacional al fomentar la sustitución interna de los bienes importados (véase, por ejemplo, Chile antes de 1973 y el Brasil entre 1974 y 1978).

A partir de la década de 1980, en cambio, el paso a las políticas neoliberales puede haber provocado una nueva reducción relativa del sector manufacturero nacional. México es una excepción que cabe mencionar, ya que tras la integración en el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), su estructura productiva se modificó considerablemente y se inclinó hacia la fabricación (basada en la maquila). Dadas estas tendencias generales, los períodos de grandes entradas de capital pueden haber acelerado o exacerbado el proceso de desindustrialización prematura de América Latina. El panorama de los países de Asia Oriental es en cierto modo opuesto.

Al comienzo, el sector manufacturero de todos los países de Asia Oriental presentaba una brecha negativa en cuanto al empleo; no obstante, con el paso del tiempo esa brecha exhibió una tendencia positiva a largo plazo y pasó a tener valores positivos. Hoy en día, el tamaño del sector manufacturero de Malasia y Tailandia es similar al de México. En los países que integran el grupo de nivel 1 de Asia Oriental, la brecha positiva de la participación del sector manufacturero en el empleo es desde aproximadamente el doble (véase la República de Corea) hasta más del séxtuple que la de México.

En segundo lugar, la proporción real del empleo que corresponde al sector manufacturero y, en consecuencia, la brecha del sector manufacturero en lo que atañe al empleo al parecer varían de forma procíclica. En general, esa brecha empeora durante las grandes crisis económicas nacionales o internacionales “importadas”, y puede mejorar durante los períodos de fuerte crecimiento económico nacional o mundial, dependiendo también de la capacidad de la economía para beneficiarse de las fases ascendentes de los ciclos económicos mundiales.

Este mecanismo al parecer se observa tanto en los países de América Latina como en los de Asia Oriental. Cabe mencionar, por ejemplo, los valores drásticamente negativos que presentó la brecha de la participación del sector manufacturero en el empleo de la Argentina en los momentos más álgidos de la crisis que hubo en ese país a principios de la década de 2000 (véase el gráfico IX.5), el caso de México en 1995 tras el estallido de la crisis del “tequila” (véase el gráfico IX.5), o el descenso que se observa en las economías de Asia Oriental en la época correspondiente a la crisis de esa región en 1997 (véanse los gráficos IX.7 y IX.8). Por otra parte, obsérvense las profundas depresiones relativas que se registraron en la brecha de la participación del sector manufacturero en el empleo de la mayoría de las economías de América Latina y Asia Oriental, si no en todas ellas, en el momento que coincide aproximadamente con la crisis financiera de 2007/2008. Entre las economías latinoamericanas, no obstante, también hay algunas excepciones notables a este hecho estilizado.

Tomemos el caso de México a principios de los años noventa, antes de la crisis del “tequila”. En ese período, hasta finales de 1994, hubo grandes entradas de cartera que contribuyeron a impulsar el crecimiento mexicano, al menos con respecto al estancamiento económico que había habido durante la década perdida de 1980 (Krugman, 1999). Sin embargo, la participación del sector manufacturero en el empleo se redujo de forma muy sustancial, y la brecha de dicho sector disminuyó en casi 15 puntos porcentuales, a pesar de que la economía crecía con rapidez. Aproximadamente en el mismo período podemos observar una dinámica estructural muy similar en las economías en expansión del Brasil y la Argentina, así como de Chile y Colombia. Incluso antes de eso, en Chile

se había observado una contracción considerable de la participación del sector manufacturero en el empleo y un empeoramiento de las brechas de ese sector durante el efímero auge económico impulsado por el capital extranjero que tuvo lugar a finales de los años setenta y principios de los ochenta. De hecho, se suele considerar a Chile como un país pionero entre las economías emergentes y en desarrollo en lo que respecta a la integración financiera. En ese período hubo entradas de capital muy grandes (en particular, crédito internacional) que impulsaron el repunte económico chileno tras las dolorosas reformas neoliberales que la Junta Militar había introducido en 1974 y 1975. Sin embargo, está bastante claro que las grandes entradas de capital no se destinaron a desarrollar el sector manufacturero nacional, sino a impulsar la expansión relativa (probablemente insostenible) de otros sectores, como al parecer ha seguido ocurriendo desde 1997.

En tercer lugar, los efectos de los períodos de grandes entradas de capital sobre las características estructurales de los países de Asia Oriental parecen ser de alguna manera diferentes de los que se observaron en las economías latinoamericanas. En el caso de la República de Corea y Singapur, las abundantes entradas de capital que hubo en la década de 1990 no contribuyeron a que la participación del sector manufacturero en el empleo se expandiera en términos relativos y, de hecho, es posible que la hayan contrarrestado, al menos en parte (véase el gráfico IX.7). Sin embargo, esas entradas no anularon de forma permanente el desarrollo manufacturero de Asia Oriental. Al menos no parecen estar correlacionadas con la contracción “imprevista” (en el sentido que Rodrik le da al término) de la actividad manufacturera que se observó en las economías latinoamericanas. En los países de nivel 2 de Asia Oriental, los aumentos de las entradas de capital se asociaron con un incremento inicial bastante pronunciado de la importancia de la industria manufacturera, incremento que posteriormente se atenuó o invirtió parcialmente (véase el gráfico IX.8).

Estas trayectorias regionales diferentes pueden explicarse en parte por la forma asimétrica en que los aumentos de las entradas de capital incidieron en el consumo y la inversión de América Latina y Asia, respectivamente. Mientras que en la primera región las entradas abundantes de capital dieron lugar a un auge económico temporal impulsado por el consumo, en la segunda el componente de la demanda que más aumentó gracias al mayor financiamiento externo fue la inversión (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1996). De conformidad con Cimoli y otros (2020), las dos regiones también difieren en cuanto al papel que desempeñaron las políticas macroeconómicas desarrollistas e industriales activas en el contexto de un proceso general de liberalización financiera. Después de 1982 (e incluso antes en el caso de Chile y la Argentina), en la mayoría de los países latinoamericanos se puso en

práctica una estrategia de “terapia de choque” en que se liberó el sector financiero y se desmanteló la política industrial activa. En los países de Asia Oriental, en cambio, si bien hubo una creciente liberalización de los flujos comerciales y financieros, los gobiernos nacionales mantuvieron las políticas industriales y macroeconómicas del nuevo desarrollismo (Bresser-Pereira, 2012). Siguieron impulsando activamente el desarrollo de los sectores comercializables de alta tecnología y trataron de controlar las apreciaciones del tipo de cambio real impulsadas por las finanzas que pudieran perjudicar el desarrollo productivo. De hecho, como señalan Cimoli y otros (2020, pág. 1), los efectos de las crisis financieras dependen en gran medida de la combinación de políticas macroeconómicas e industriales del país.

Es posible que las diferencias mencionadas en cuanto al tipo de instituciones y políticas que acompañaron (y quizás contrarrestaron) los efectos de la liberalización financiera contribuyan a explicar por qué las grandes entradas de capital pueden haber afectado de forma diferente el desarrollo del sector manufacturero de América Latina y Asia Oriental en la década de 1990. Del mismo modo, el redescubrimiento (parcial) de (algunas) herramientas de política industrial en América Latina (Cimoli y otros, 2020), sumado a una mayor conciencia de los efectos que la apreciación del tipo de cambio tiene a largo plazo, puede haber llevado a los gobiernos latinoamericanos a combatir de forma más activa las consecuencias estructurales negativas de las grandes entradas financieras en la década de 2000. En los países de Asia Oriental, los períodos de grandes entradas de capital al parecer no anularon esas tendencias de largo plazo, que probablemente tienen su origen en el diferente tipo de políticas industriales y macroeconómicas que se aplicaron en Asia Oriental en comparación con América Latina (Ocampo y Porcile, 2020).

Complementamos el análisis descriptivo realizado hasta ahora y, al mismo tiempo, sorteamos el problema de los datos que faltan a nivel regional modificando el estudio econométrico que se llevó a cabo en Botta, Yajima y Porcile (2022). Más concretamente, en el presente estudio empleamos una definición más completa de las entradas netas de capital que no se centra solo en el crédito internacional y la inversión de cartera volátil (subcomponentes de los flujos de capital que no suelen estar disponibles). De conformidad con Benigno, Converse y Fornaro (2015), ahora mediremos de forma indirecta las entradas totales netas de capital que se obtienen calculando la diferencia entre el saldo en cuenta corriente y la variación de las reservas de divisas de los bancos centrales. Según los principios contables de la balanza de pagos, esto corresponde al saldo global de la cuenta financiera (incluida la cuenta de capital) de la balanza de pagos.

Esta medición incluye, obviamente, la IED, que puede tener diferentes motivos (al menos en lo que respecta a la IED en nuevas instalaciones) y diferentes dinámicas (véase lo que se señala en Krugman (2000) sobre la IED destinada a llevar a cabo adquisiciones a precios de liquidación en épocas de crisis) con respecto a la inversión de cartera y el crédito internacional. No obstante, las entradas de capital agregadas igual pueden reflejar, al menos parcialmente, la volatilidad y la dinámica de expansión y contracción que caracteriza a estos últimos. De todos modos, esto puede permitirnos captar períodos de entradas de capital inusualmente abundantes. En la ecuación (1) que aparece a continuación se describe formalmente nuestra investigación empírica cuando la medición ampliada de los flujos de capital que se mencionó anteriormente se introduce en el análisis de regresión realizado en Botta, Yajima y Porcile (2022):

$$y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 x_{i,t} + \beta_2 x_{i,t}^2 + \beta_3 pop_{i,t} + \beta_4 pop_{i,t}^2 + \beta_5 FA_{i,t} + \beta_6 topen_{i,t} + \beta_7 g_{i,t}^{ROW} + \beta_8 r_{i,t}^{NR} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

En la ecuación (1), $y_{i,t}$ representa la participación del sector manufacturero en el empleo en el país i en el momento t . En el lado derecho de la ecuación (1), $x_{i,t}$ es el nivel del PIB real per cápita y $pop_{i,t}$ es el nivel de población. De conformidad con Rodrik (2016), ambos factores, elevados al cuadrado, tienen por objeto captar los factores estructurales que explican cómo evoluciona la participación del sector manufacturero en el empleo en el transcurso del tiempo.

$FA_{i,t}$ representa nuestra variable ampliada correspondiente a los flujos netos de capital. Junto con dicha variable financiera, en la ecuación (1) también se incluye una serie de otros factores explicativos de control. El factor $topen_{i,t} = (exp + imp)/GDP$ mide el grado de apertura comercial que caracteriza a una economía. Se define como el cociente entre la suma de las exportaciones (exp) y las importaciones (imp), y el PIB. El factor $g_{i,t}^{ROW}$, a su vez, es la tasa de crecimiento del resto del mundo. Por último, $r_{i,t}^{NR}$ es la participación de las rentas de los recursos naturales en el PIB, medida por Lange, Wodon y Carey (2018). Mediante el uso de estas variables de control procuramos captar los efectos de otras fuerzas que contribuyen a configurar la pauta de especialización, además de los ciclos de liquidez del sistema financiero internacional.

En el cuadro IX.1 se muestran los resultados de nuestro análisis aplicado al conjunto de regiones en desarrollo que se consideran en Botta, Yajima y Porcile (2022).

Cuadro IX.1
Países emergentes y en desarrollo de Asia (8 países), América Latina (9 países)
y África (9 países)^a: participación del sector manufacturero en el empleo
y bonanza financiera, 1980-2017

Variable dependiente: participación del sector manufacturero en el empleo	Países emergentes y en desarrollo de Asia	Países emergentes y en desarrollo de Asia con exclusión de China	América Latina	África
Variables explicativas:				
PIB per cápita	0,000403***	0,000410***	0,000898***	0,00113***
PIB per cápita, al cuadrado	(9,76e-05)	(9,31e-05)	(0,000266)	(0,000338)
	-6,34e-09***	-6,60e-09***	-3,53e-08***	-4,51e-08**
Población	(1,38e-09)	(1,31e-09)	(1,08e-08)	(1,85e-08)
	-9,96e-06**	-9,57e-06***	5,65e-05***	4,93e-06
Población, al cuadrado	(4,73e-06)	(3,46e-06)	(1,71e-05)	(3,57e-05)
	0**	0***	-2,88e-10***	-1,04e-10
	(0)	(0)	(8,24e-11)	(2,33e-10)
Flujos netos de capital	0,000474	-0,00107	-0,0405***	-0,00498
Apertura comercial	(0,0121)	(0,0122)	(0,0130)	(0,00668)
	0,0173***	0,0187***	-0,00589	-0,00388
Tasa de crecimiento del PIB en el resto del mundo	(0,00430)	(0,00421)	(0,0102)	(0,00707)
	0,00689	0,00270	-0,000532	0,00473
Rentas totales de los recursos naturales (% del PIB)	(0,00907)	(0,00895)	(0,0101)	(0,00556)
	-0,0258	-0,0499	0,00767	0,00742
Constante	(0,0341)	(0,0331)	(0,0186)	(0,0263)
	10,88***	10,85***	6,781***	6,014***
	(1,230)	(1,130)	(1,612)	(1,125)
Observaciones	295	259	327	278
R cuadrado	0,512	0,588	0,612	0,318
Número de clústeres identificados	8	7	9	11

Fuente: Elaboración propia.

Nota: Errores estándar entre paréntesis: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$.

^a Asia: China, Filipinas, Hong Kong (Región Administrativa Especial de China), India, Indonesia, Malasia, República de Corea y Tailandia. América Latina: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Perú y Venezuela (República Bolivariana de). África: Botswana, Egipto, Ghana, Kenya, Mauricio, Nigeria, Senegal, Sudáfrica y Tanzania.

Si centramos nuestra atención en los efectos de los flujos netos de capital sobre la participación del sector manufacturero en el empleo, observamos que estos son inesperadamente positivos pero muy pequeños e insignificantes en el caso de las economías asiáticas emergentes y en desarrollo. Este resultado, sin embargo, podría estar distorsionado en

parte por el caso peculiar de China, que tradicionalmente ha aplicado estrictas restricciones discrecionales a los movimientos más volátiles de capital (Ma y McCauley, 2008) y, al mismo tiempo, se ha convertido en la fábrica del sector manufacturero del mundo. Cuando eliminamos a China de esta muestra de países, el signo de los efectos se vuelve negativo y su magnitud aumenta, aunque sigue siendo estadísticamente insignificante. El resultado es similar en el caso de África.

Más importante a los efectos de nuestro estudio es el hecho de que, según el cuadro IX.1, en el caso de América Latina las grandes entradas de capital tienen un efecto negativo contundente y estadísticamente significativo en la participación del sector manufacturero en el empleo. De hecho, este resultado parece confirmar, una vez más, las peculiaridades que caracterizan a América Latina en cuanto a su integración en los mercados financieros mundiales y las consecuencias negativas que esta tiene en el desarrollo productivo regional.

C. Flujos internacionales de capital, cambio estructural y desindustrialización prematura: el papel de la política macroprudencial exterior en la recuperación transformadora pos-COVID

En general, al describir los períodos de grandes entradas de capital en los países emergentes y en desarrollo se ha señalado que estas siguen una trayectoria de expansión y contracción. Frenkel y Rapetti (2009) ponen de relieve el hecho de que estos episodios suelen presentar rasgos típicos de Minsky, aunque de forma diferente en comparación con las economías avanzadas. En la opinión de esos autores, los acontecimientos exógenos son los principales desencadenantes de las fases inestables de euforia financiera en los países emergentes y en desarrollo. Entre esos acontecimientos se encuentran los cambios en el paradigma de la política macroeconómica nacional (por ejemplo, el paso a la liberalización del comercio, la integración financiera y las políticas neoliberales en la década de 1990) o en las condiciones que imperan en los mercados financieros internacionales (por ejemplo, en la política monetaria de la Reserva Federal). Esta afirmación de Frenkel y Rapetti (2009) tiene muchos puntos en común con la opinión cada vez más aceptada de que los países emergentes y en desarrollo están expuestos a los ciclos financieros mundiales (Rey, 2018) o a factores impulsores.

El último período, quizás inusualmente prolongado, de grandes entradas de capital en los países emergentes y en desarrollo, que comenzó en la década de 2000 y en particular tras la última crisis financiera, no provocó ninguna aceleración inicial en el proceso de crecimiento de las

economías receptoras, al menos de las latinoamericanas. Si observamos las seis economías de América Latina que hemos considerado hasta el momento, tras el inicio de ese período en realidad la tasa promedio de crecimiento descendió con respecto al crecimiento promedio de los tres años anteriores. Esta es una diferencia bastante sustancial con respecto a la década de 1990, cuando los auges financieros dieron lugar a rachas notables de crecimiento, aunque de corta duración, en las seis economías, excepto en Colombia¹⁵. En cierta medida, como señalan Erten y Ocampo (2017), este podría ser el resultado apreciable del hecho de que las economías latinoamericanas son más capaces de controlar la inestabilidad macroeconómica impulsada por las finanzas gracias a que se volvieron a considerar y a introducir los controles del capital que se habían desmantelado anteriormente.

A pesar de que en la década de 2000 no se produjo una expansión inicial del crecimiento impulsado por las finanzas, y de que la contracción aún está por llegar, cabe destacar las similitudes pertinentes entre el episodio actual de grandes entradas de capital y los anteriores. En primer lugar, la dinámica financiera (y económica) actual sigue estando muy influenciada por factores externos. Después de 2008, la abundante liquidez que los bancos centrales de las economías avanzadas proporcionaron mediante varias rondas de flexibilización cuantitativa y la caída de las tasas de interés internacionales contribuyeron de forma considerable a que el capital internacional aumentara.

Esa opinión se ve reforzada por la fuga de capital que se observa en 2020. Por un lado, el estallido de la pandemia y el aumento del riesgo percibido a nivel mundial explican la mayor parte de la inversión de las corrientes de capital más marcada que tuvo lugar después de 2008 y el pronunciado aumento del índice de bonos de mercados emergentes de J. P. Morgan que se observó en los países de América Latina y en otros países emergentes y en desarrollo en el primer trimestre de 2020 (Instituto de Finanzas Internacionales, 2020a y 2020b; CEPAL, 2021). Por otra parte, la reacción audaz de las principales instituciones monetarias contribuyó a aliviar las restricciones financieras externas impuestas a los países “periféricos” (a saber, una disminución del índice de bonos de mercados emergentes) en la segunda mitad del año pasado, y a reanimar

¹⁵ Un análisis muy preliminar de la dinámica de crecimiento observada en las seis economías latinoamericanas en la década de 2000 revela que en todas ellas hubo una diferencia negativa entre la tasa promedio de crecimiento del PIB real del último período registrado de grandes entradas de capital y el crecimiento promedio de los tres años anteriores al inicio del episodio. Los datos son los siguientes: Argentina (-4,58); Brasil (-0,45); Chile (-2,68); Colombia (-1,96); México (-1,50), y Perú (-1,38). Si nos remontamos a los años noventa, el panorama es casi opuesto: Argentina (+9,37); Brasil (+2,85); Chile (+0,31); Colombia (-2,04); México (+1,75), y Perú (+4,94).

las entradas de capital, aunque sobre una base relativamente débil, más que nada en América Latina, con respecto al repunte posterior a 2008 y 2009 (Instituto de Finanzas Internacionales, 2020a y 2020b).

En segundo lugar, de conformidad con Chui, Kuruc y Turner (2016) y Pérez Caldentey, Favreau Negront y Méndez Lobos (2019), las empresas no financieras de América Latina y de otros países emergentes y en desarrollo han aprovechado las condiciones financieras internacionales favorables que han perdurado en el tiempo para obtener fondos externos baratos en moneda extranjera. Al hacerlo, sin embargo, su balance se ha vuelto más vulnerable al descalce de monedas y a las fluctuaciones del tipo de cambio (es decir, a las depreciaciones). En América Latina, las empresas no financieras se han orientado cada vez más hacia posiciones financieras especulativas frágiles o de estilo Ponzi (Pérez Caldentey, Favreau Negront y Méndez Lobos, 2019). En última instancia, la estabilidad puede seguir engendrando inestabilidad, lo que es congruente en gran medida con lo señalado por Minsky.

La inestabilidad impulsada por las finanzas, sumada a los posibles efectos sectoriales perversos de las grandes entradas de capital, hacen que los controles del capital y la política macroprudencial (exterior) vuelvan a estar en el centro del debate económico. De hecho, la teoría económica dominante ha dado un giro bastante notable en su visión sobre las medidas de gestión de los flujos de capital. Desde los años setenta y hasta los noventa hubo un consenso generalizado sobre las virtudes de la integración financiera y sobre los beneficios económicos y de eficiencia que se podrían obtener si se eliminaban las restricciones a la circulación del capital. Desde principios de la década de 2000, y más aún después de la crisis financiera de 2007/2008, varios economistas de la corriente dominante se volvieron a plantear la utilidad de imponer límites regulatorios o de mercado a los flujos de capital que circulaban sin restricciones (Klein, 2012). En una línea similar, en los últimos diez años aproximadamente han aparecido muchas publicaciones que tienen por objeto evaluar empíricamente la eficacia de esas medidas.

En Ostry y otros (2012) se brinda una clasificación útil de los diversos instrumentos disponibles en el conjunto de herramientas de gestión de los flujos de capital. Por ejemplo, se distingue entre los controles de las entradas de capital y las políticas macroprudenciales exteriores relacionadas con las divisas. En el primer tipo de medidas se toma la residencia de los agentes como criterio para discriminar y limitar las operaciones financieras entre ellos. La regulación macroprudencial exterior relacionada con las divisas, en cambio, permite restringir la acumulación de determinados activos o pasivos financieros según la moneda en que estén denominados, sea cual sea la residencia de los

agentes implicados. Si bien los dos conjuntos de políticas son diferentes desde el punto de vista conceptual, en los hechos pueden coincidir en cuanto a los siguientes aspectos: los objetivos que se pretenden alcanzar (por ejemplo, reducir la inestabilidad financiera causada por los préstamos extranjeros en divisas); las variables que se afectan (por ejemplo, el tipo de cambio y el endeudamiento externo), y los fenómenos que se pretenden controlar (por ejemplo, el auge del crédito interno impulsado por capitales extranjeros)¹⁶. También hay coincidencias similares entre los controles del capital y la gama más amplia de medidas macroprudenciales internas (Rey, 2018), en la medida en que los límites que se imponen a los préstamos internos, por ejemplo, pueden llegar a moderar los préstamos del exterior.

Los datos empíricos sobre la eficacia de estas medidas son contradictorios. Klein (2012), por ejemplo, se inclina por restar importancia al papel de las medidas de gestión de los flujos de capital. En su opinión, ni los controles del capital que perduran en el tiempo (los “muros”) ni las restricciones episódicas (las “compuertas”) parecen tener efectos relevantes sobre las variables financieras internas, aunque pueden reducir los aumentos de las entradas brutas de capital. En otras contribuciones, sin embargo, se presentan resultados bastante opuestos. Ostry y otros (2012), por ejemplo, llegan a la conclusión de que los controles del capital y las medidas macroprudenciales relacionadas con las divisas no modifican la cantidad global de entradas brutas de capital, pero sí su composición (apartándolas de los instrumentos de deuda y acercándolas a las acciones) y reducen la importancia que el crédito denominado en moneda extranjera tiene en los préstamos internos. Ambos hechos se toman como prueba de una mayor solidez financiera.

Forbes, Fratzscher y Straub (2015) llegan a conclusiones similares. En su estudio, los controles del capital y las políticas macroprudenciales exteriores al parecer no previenen de forma significativa y constante el aumento de las entradas de capital y la apreciación del tipo de cambio. Sin embargo, es posible que permitan controlar las expansiones del crédito interno y reducir la fragilidad financiera nacional (que se refleja en el aumento del apalancamiento y la concesión de créditos de los bancos nacionales). Baumann y Gallagher (2015) hacen un análisis comparativo de la eficacia relativa de las medidas de gestión de los flujos de capital que se adoptaron en el Brasil con respecto a las intervenciones en el mercado de divisas que se aplicaron en Chile en respuesta a los aumentos del capital extranjero que tuvieron lugar entre 2009 y 2013. Los

¹⁶ Véase Mendoza y Terrones (2008), entre muchos otros, para obtener información sobre la estrecha asociación entre las entradas de capital y los auges crediticios, sobre todo en las economías emergentes y en desarrollo.

autores llegan a la conclusión de que en el Brasil se logró controlar mejor que en Chile el nivel y la volatilidad del tipo de cambio. Las medidas de gestión de los flujos de capital del Brasil también indujeron un cambio en la estructura de plazos de los capitales extranjeros, ya que los flujos a más largo plazo adquirieron una importancia relativa mayor que los flujos especulativos a corto plazo. Ahnert y otros (2021) señalan que las políticas macroprudenciales relacionadas con las divisas suelen reducir la exposición del sector financiero y del conjunto de la economía al riesgo cambiario, aunque este se traslada parcialmente al sector empresarial no financiero. Erten y Ocampo (2017), por último, afirman que, una vez que el problema de la endogeneidad se toma en cuenta correctamente en los análisis econométricos, los controles del capital y la política macroprudencial exterior se destacan como medidas eficaces contra las fuentes de inestabilidad macroeconómica, a saber, la apreciación del tipo de cambio real y las presiones de las monedas extranjeras¹⁷ ¹⁸.

El presente trabajo no tiene por objeto contribuir a ese debate empírico. La aportación de nuevos datos empíricos sobre la relación entre los controles de capital, la política macroprudencial exterior y la inestabilidad macroeconómica y financiera va mucho más allá de nuestros objetivos. No obstante, a continuación queremos señalar dos vías por medio de las cuales, desde un punto de vista teórico, es posible que la política macroprudencial exterior permita hacer frente a las consecuencias sectoriales que los períodos de grandes entradas de capital tienen a largo plazo.

1. Política macroprudencial exterior, reservas de divisas e independencia de la política monetaria

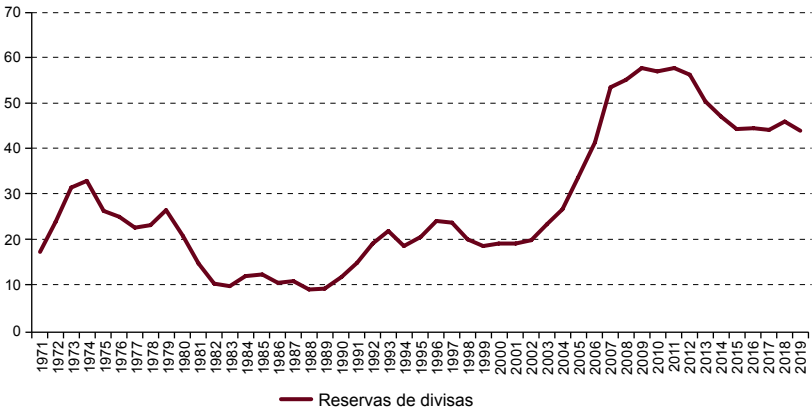
Desde principios de la década de 2000, la preocupación cada vez mayor por las apreciaciones del tipo de cambio nominal y real provocadas por el capital extranjero ha llevado a que en los países emergentes y en desarrollo se acumularan grandes reservas de divisas. Las instituciones monetarias de los países latinoamericanos no constituyen una excepción, a pesar de que han pasado a regímenes de tipo de cambio más flexibles

¹⁷ De hecho, aunque los controles del capital y las políticas macroprudenciales exteriores pueden influir en las entradas de capital, a menudo surgen como respuestas políticas endógenas al aumento de los capitales extranjeros en sí mismos. Ignorar este problema de endogeneidad podría dar lugar a un sesgo a la baja en cuanto a los efectos estimados de los primeros respecto de las segundas.

¹⁸ Erten y Ocampo (2016) miden las presiones de las monedas extranjeras como un promedio ponderado de las apreciaciones del tipo de cambio real y la acumulación de reservas de divisas. En su opinión, esto permitiría captar la medida en que las instituciones monetarias nacionales podrían tener que intervenir en los mercados financieros para gestionar el “canal externo” de creación de dinero y sus consecuencias en lo que atañe a la dinámica del tipo de cambio y la inflación, así como la expansión de la liquidez.

(de flotación libre o regulados) que en los años noventa. En el gráfico IX.9 se documenta el aumento sin precedentes del volumen de reservas de divisas (como porcentaje del total de la deuda externa) que los países latinoamericanos poseían en la década de 2000.

Gráfico IX.9
América Latina: volumen de reservas de divisas como proporción del total de la deuda externa, 1971-2019
(En porcentajes)



Fuente: Banco Mundial.

Es cierto que un gran volumen de reservas de divisas puede permitir que en los países emergentes y en desarrollo se controle mejor el tipo de cambio, en particular para evitar que haya crisis cambiarias durante los períodos de turbulencias financieras. No obstante, mantener esas reservas puede implicar un costo implícito o explícito que no es despreciable. En primer lugar, de conformidad con Akyüz (2021), hay una transferencia de ingresos negativa desde los países emergentes y en desarrollo hacia los desarrollados debido al rendimiento diferente de sus respectivas inversiones en divisas. Mientras que las reservas de divisas de los países emergentes y en desarrollo se suelen invertir en activos seguros de bajo rendimiento emitidos por países desarrollados (por ejemplo, bonos o letras del Tesoro de los Estados Unidos), los inversores de los países desarrollados adquieren pasivos mucho mejor remunerados emitidos por los países emergentes y en desarrollo. En segundo lugar, acumular reservas de divisas conlleva contradicciones intrínsecas. Al acumular ese tipo de reservas, las autoridades monetarias nacionales amplían la liquidez interna. A pesar de que el tipo de cambio nominal puede estar bajo control y de que se eviten las apreciaciones, la inflación interna puede acelerarse y conducir, de una manera u otra, a que el tipo de cambio real no sea competitivo.

Acumular reservas de divisas puede reducir la inestabilidad financiera, pero puede ser bastante ineficaz a la hora de evitar que los sectores comercializables no tradicionales que podrían surgir si se apreciara el tipo de cambio real resulten desplazados. Como alternativa, los bancos centrales de los países emergentes y en desarrollo pueden esterilizar la liquidez adicional creada por medio del canal externo vendiendo bonos nacionales en operaciones de mercado abierto. De ese modo, no obstante, el rendimiento de los bonos públicos nacionales aumentará y se reducirá el espacio para aplicar una política fiscal expansiva activa. La posibilidad de que la política fiscal se vea limitada resulta aún más preocupante en el contexto actual, en que las medidas fiscales expansivas, en particular la inversión pública, pueden desempeñar un papel destacado a la hora de fomentar una recuperación transformadora post-COVID.

Las políticas macroprudenciales exteriores que desalientan los préstamos extranjeros en moneda extranjera pueden ser herramientas muy útiles para reducir los costos “sutiles” que conlleva mantener grandes reservas de divisas. Según Erten y Ocampo (2017), esas políticas pueden debilitar las presiones sobre la apreciación del tipo de cambio nominal (y, por tanto, real). Esto, a su vez, permitirá a las autoridades monetarias nacionales adquirir posiciones más moderadas en el mercado de divisas, reducir el volumen promedio de reservas de divisas que mantienen y no adoptar medidas de esterilización. De conformidad con Rey (2018), es posible que todo eso permita que la política monetaria nacional sea más independiente de los ciclos financieros mundiales.

Lo anterior se refuerza si las políticas macroprudenciales exteriores también permiten que en las economías emergentes y en desarrollo sea más fácil poner en práctica regímenes de tipo de cambio regulado al reducir la escala de los flujos internacionales de capital. De hecho, ese tipo de regímenes parecen funcionar mejor que los de flotación fija y libre a la hora de reducir la sensibilidad del crédito nacional y el precio de la vivienda ante las crisis financieras mundiales (Obstfeld, Ostry y Qureshi, 2018), lo que refuerza la estabilidad financiera. En una línea similar, los regímenes de tipo de cambio regulado pueden suavizar el “pecado original reeditado” y disminuir las reacciones de los inversores extranjeros ante las oscilaciones del tipo de cambio (Hofmann, Patel y Pak Yeung Wu, 2021) al amortiguar la propia volatilidad de este último. Al final, una vez reducida la vulnerabilidad ante las crisis financieras mundiales, las autoridades monetarias nacionales pueden obtener más margen de maniobra para plantearse objetivos desarrollistas. En particular, en las estrategias nacionales destinadas a promover una recuperación sostenible tras el COVID-19 se podrían contemplar políticas monetarias más independientes que permitieran aplicar con más

facilidad planes ambiciosos de recuperación financiados por el Estado que hicieran hincapié en la inversión pública, la infraestructura pública (social y física) y, en última instancia, el cambio estructural.

2. Política macroprudencial exterior de carácter sectorial

Mientras que la sección 1 anterior se refiere de alguna manera a las consecuencias macroeconómicas puras de las políticas macroprudenciales exteriores, al diseñar esas políticas también se deberían tener en cuenta de forma explícita los efectos sectoriales de las grandes entradas de capital. Dicho de otro modo, en las restricciones regulatorias o de mercado que se imponen a la integración financiera se debería prestar atención a los sectores que se ven más afectados por las entradas de fondos extranjeros, ya sea directamente a través de los títulos valores nacionales que adquieren los inversores extranjeros, o indirectamente a través de la intermediación del sistema financiero nacional.

Desde el punto de vista del desarrollo productivo, es diferente si los fondos extranjeros impulsan auges inmobiliarios nacionales, si financian la expansión del sector nacional de servicios o si apoyan la inversión productiva en el sector comercializable no tradicional (es decir, los recursos no naturales). De acuerdo con este punto de vista, las restricciones que la política macroprudencial exterior impone a los capitales extranjeros deben diferir de un sector a otro. Considérense, por ejemplo, los requisitos de depósito (sin intereses) o los impuestos directos que se aplican a los préstamos extranjeros. Por un lado, esas medidas deberían ser más estrictas cuando la deuda externa está denominada en moneda extranjera. Por otro lado, en ellas se deberían prever y aplicar tasas de “penalización” más duras a los préstamos extranjeros de las sociedades del sector no comercializable que a los de las sociedades del sector comercializable no tradicional. Del mismo modo, dada la deuda en moneda extranjera del sistema bancario nacional, la política macroprudencial debería ser menos favorable con el crédito que se otorga a los sectores no comercializables y favorecer los préstamos que los bancos otorgan a las actividades capaces de generar ingresos en moneda fuerte.

Aplicar medidas macroprudenciales exteriores diferentes según el sector tiene un doble objetivo. En primer lugar, en consonancia con el objetivo principal de la regulación macroprudencial más amplia, las restricciones adicionales que se imponen a nivel sectorial pueden contribuir a reducir el descalce de monedas en la economía en su conjunto y a controlar la inestabilidad financiera cuando aumentan el

riesgo percibido a nivel mundial y la volatilidad de los tipos de cambio. En segundo lugar, esas restricciones van más allá de evitar el exceso de préstamos extranjeros, y tienen por objeto incidir en la asignación de los fondos recaudados a fin de crear un sistema productivo tecnológicamente avanzado y más diversificado que tenga más capacidad de exportación. Por un lado, al hacer esto, con las medidas sectoriales se afronta y se pretende contrarrestar de forma explícita la contracción perversa de las actividades comercializables que las grandes entradas de capital pueden provocar mediante mecanismos del estilo del síndrome holandés. Por otro lado, con esas medidas se reconoce y se trata de plasmar en políticas concretas el hecho de que la acumulación de conocimientos tecnológicos y la diversificación del sistema productivo pueden ser las condiciones fundamentales que se necesitan para lograr la estabilidad macroeconómica (Chang y Lebdioui, 2020). Quizás no sea casualidad que, desde un punto de vista histórico, el hecho de que Asia Oriental estuviera más orientada a la exportación y más industrializada que América Latina llevara a que la primera región fuera casi inmune a la crisis de la deuda externa de los años ochenta (Sachs, 1985) y más rápida para recuperarse de las crisis que vinieron después. América Latina, en cambio, estuvo en el epicentro del crac de 1982 y ha seguido exhibiendo una inestabilidad financiera y económica recurrente más aguda desde entonces.

3. Medidas de política macroprudencial exterior y de control del capital dirigidas al conjunto de la economía y a sectores concretos

Teniendo en cuenta estas directrices generales, en el cuadro IX.2 se ofrece una lista de posibles medidas de política que tienen por objeto los dos objetivos principales mencionados anteriormente. En primer lugar, recomendamos aplicar de forma horizontal en toda la economía límites cuantitativos a los préstamos extranjeros. Los límites podrían adoptar la forma de valores máximos impuestos a los ratios entre el endeudamiento externo y los recursos propios de las empresas, o al ratio del servicio de la deuda (como porcentaje de los beneficios). Dichos límites tienen por objeto evitar que haya posiciones financieras especulativas o de estilo Ponzi a nivel de las empresas, y que surjan ciclos inestables de Minsky a nivel macroeconómico. De ese modo, pueden contribuir a reducir las presiones de la moneda extranjera y proporcionar a las instituciones nacionales un mayor margen de maniobra para controlar el tipo de cambio, gestionar las reservas de divisas y aplicar la política monetaria.

Cuadro IX.2
Medidas de política macroprudencial exterior y de control del capital dirigidas
al conjunto de la economía y a sectores concretos

Medidas horizontales dirigidas a toda la economía		
Medida	Variable objetivo	Propósito principal
Límites cuantitativos a los préstamos extranjeros	Ratio endeudamiento externo/recursos propios	1. Controlar los ciclos de Minsky
	Ratio del servicio de la deuda	2. Reducir la presión de la moneda extranjera
		3. Crear más margen de maniobra para controlar las divisas y aplicar con autonomía la política monetaria
Medidas sectoriales		
Medida	Variable objetivo	Propósito principal
Encajes sectoriales aplicados a la deuda exterior	Costos relativos de la deuda exterior	1. Contrarrestar los efectos del estilo del síndrome holandés que producen las entradas de capital
		2. Dirigir el financiamiento externo hacia los sectores comercializables no tradicionales
		3. Desalentar la expansión excesiva de los sectores no comercializables
		4. Reducir el descalce de monedas
Impuestos aplicados a las entradas de capital de cartera por sector	Rendimiento financiero/ganancias de capital	1. Reducir el rendimiento o las ganancias de capital que se obtienen de las inversiones a corto plazo
		2. Controlar las burbujas bursátiles e inmobiliarias

Fuente: Elaboración propia.

Al diseñar límites cuantitativos para imponer a los préstamos internacionales se debería adoptar una definición amplia de la deuda externa. Obviamente, esos límites deberían desalentar la emisión (excesiva) de bonos empresariales denominados en moneda extranjera. No obstante, también deberían estar dirigidos a los bonos denominados en moneda nacional que adquieren los prestamistas internacionales. De hecho, ambos tipos de operaciones y las entradas de capital conexas pueden llevar a que se aprecie el tipo de cambio y a que ocurran fenómenos del estilo del síndrome holandés¹⁹. Además, esa definición amplia puede contribuir a afrontar el “pecado original reeditado”: el hecho de que el propietario de la deuda sea un acreedor extranjero o un acreedor nacional es tan importante como la moneda en que la deuda está denominada.

¹⁹ En el caso de los bonos denominados en moneda extranjera, las presiones de esa moneda pueden materializarse ex post, cuando los prestatarios nacionales intentan convertir la moneda extranjera en moneda nacional. En el caso de los bonos denominados en moneda nacional, esas presiones pueden surgir ex ante, cuando los acreedores extranjeros compran moneda nacional en el mercado de divisas para luego adquirir activos denominados en esa misma moneda.

Al imponer límites cuantitativos a los préstamos extranjeros se debería prestar atención a la residencia de los agentes que participan en las operaciones financieras (más que a su nacionalidad). Este criterio tiene por objeto impedir las prácticas legales que puedan permitir a las partes eludir las restricciones que se imponen al capital. Por ejemplo, los límites cuantitativos deberían aplicarse a las operaciones “internas” entre las sucursales nacionales y las filiales extraterritoriales de una sociedad que puedan haberse creado con el propósito (oculto) de eludir los controles del capital. Por el mismo motivo, esos límites deberían imponerse a las filiales locales de las sociedades extranjeras que puedan captar fondos extranjeros en su sede y posteriormente actuar como intermediarias para introducirlos en la economía nacional.

Sería mejor diseñar las restricciones al financiamiento externo como muros permanentes y no como compuertas temporales, para evitar aplicaciones inoportunas debidas a la complejidad que supone detectar las fases ascendentes y descendentes de los ciclos financieros. Si se dispone de una base permanente, no obstante, los muros pueden flexibilizarse de forma progresiva cuando los factores que llevan a que aumenten las entradas de capital se hacen más prominentes. Según la literatura relativa a los ciclos financieros mundiales, los responsables de formular las políticas de los países emergentes y en desarrollo deberían prestar atención sobre todo a los factores impulsores de carácter mundial. Las restricciones cuantitativas que se imponen a la deuda exterior se deberían endurecer cuando la política monetaria extranjera se torna muy expansiva, cuando se aplican medidas monetarias no convencionales o cuando hay un desbordamiento de liquidez en el centro del sistema financiero mundial. El índice de volatilidad VIX o el hecho de que la brecha entre la tasa de la política nacional y la que prevalece en los mercados internacionales sea positiva, grande y se esté ampliando constituyen indicadores naturales que los responsables de formular las políticas pueden tener en cuenta para determinar cómo modificar los límites cuantitativos que se imponen a la deuda exterior.

El segundo conjunto de medidas que figuran en el cuadro IX.2 tienen por objeto afrontar explícita y directamente las consecuencias productivas y sectoriales a largo plazo de los períodos de grandes entradas de capital. En este caso, el objetivo general es que los fondos externos que las restricciones cuantitativas impuestas a la economía en su conjunto admiten se canalicen hacia los sectores que pueden generar ingresos en moneda fuerte mediante la exportación de bienes y servicios comercializables no tradicionales, en lugar de hacia los sectores no comercializables cuyo endeudamiento exterior da lugar al descalce de monedas. Por ejemplo, estas medidas pueden tener por objeto frenar las burbujas inmobiliarias impulsadas por los capitales extranjeros, y favorecer al mismo tiempo la inversión en nuevas actividades que produzcan bienes y servicios comercializables.

Las medidas en cuestión complementan los límites cuantitativos que acabamos de analizar. Según sus objetivos, deben modularse para que tengan distintos niveles de rigidez e intensidad en función del sector. En el cuadro IX.2 sugerimos que se apliquen encajes específicos a la deuda exterior de determinados sectores, encajes que aumentan implícitamente los costos relativos de dicha deuda (con respecto a la deuda interna), y aún más en el caso de los sectores no comercializables. En las medidas sectoriales también se pueden imponer tasas impositivas diferenciadas sobre el rendimiento de las inversiones de cartera a corto plazo. Más concretamente, pensamos en imponer impuestos a las ganancias de capital que se obtienen de las inversiones en acciones que pueden alimentar burbujas en el sector financiero o, una vez más, en el inmobiliario. De conformidad con Taylor (1991), esto no es ni mucho menos un acontecimiento desconocido en la historia de los países emergentes y en desarrollo, en particular tras la privatización de empresas estatales estratégicas. Esas medidas pueden contribuir a neutralizar la posible retroalimentación desestabilizadora entre la inflación del precio de los activos y la acumulación de deuda (Taylor y Rada, 2008), y a reducir, al menos parcialmente, las distorsiones (productivas) a largo plazo que incluso los episodios temporales de frenesí financiero pueden provocar.

D. Conclusiones

En este capítulo documentamos los efectos perversos que las entradas netas de capital pueden tener en el desarrollo productivo a largo plazo de América Latina en comparación con otras regiones en desarrollo de la economía mundial. Más concretamente, documentamos cómo las grandes entradas de capital pueden haber sido una fuente de desindustrialización prematura en un grupo de seis países latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) al exacerbar (adelantar) la reducción de la participación del sector manufacturero en el PIB y el empleo en la estructura productiva de esas economías. Además, observamos que hay heterogeneidad entre los países emergentes y en desarrollo. En efecto, en los seis países de América Latina la desindustrialización prematura está mucho más avanzada que en las economías emergentes de Asia, y los efectos perjudiciales de las grandes entradas de capital parecen ser considerablemente más contundentes que en ellas.

Los efectos económicos del COVID-19 parecen ser particularmente nocivos en los países emergentes y en desarrollo, en particular los latinoamericanos, que se caracterizan por lo siguiente: estructuras productivas relativamente débiles y poco diversificadas que dependen en gran medida de las exportaciones de recursos naturales; participación en las cadenas globales de valor en etapas que son intensivas en mano de obra poco calificada, y

ausencia de desarrollo de servicios comercializables intensivos en mano de obra altamente calificada en las últimas décadas. Por un lado, esos datos parecen sugerir que el cambio estructural y el desarrollo productivo deberían colocarse en el centro de la agenda de las estrategias nacionales destinadas a promover una recuperación sostenida y sostenible tras la pandemia. Por otra parte, pueden reforzar aún más el creciente reconocimiento por parte de la literatura económica de que las medidas de gestión de los flujos de capital pueden no solo aumentar la estabilidad macroeconómica y financiera general de las economías emergentes y en desarrollo, sino también tener consecuencias positivas en su trayectoria de desarrollo a largo plazo al contrarrestar los fenómenos perversos del estilo del síndrome holandés que los períodos de bonanza financiera desencadenan.

Es posible que las medidas macroprudenciales exteriores contribuyan a lograr esto de dos maneras: permitiendo que en las economías emergentes y en desarrollo, sobre todo las latinoamericanas, se reduzcan los costos implícitos de la acumulación de reservas internacionales para poder poner en práctica con más facilidad regímenes de tipo de cambio regulado, y aumentando el grado de independencia de la política monetaria nacional respecto a los ciclos financieros mundiales. Los responsables de formular las políticas podrían potenciar estos efectos favorables de las medidas macroprudenciales exteriores si al diseñarlas establecieran restricciones y oportunidades diferentes para distintos sectores. Las medidas macroprudenciales exteriores deberían limitar los préstamos extranjeros para que no sean excesivos, pero también deberían impulsar una asignación virtuosa de los fondos de modo que estos se aparten de las actividades no comercializables y se destinen al sector comercializable no tradicional que genera exportaciones.

Bibliografía

- Acosta, P., E. Lartey y F. Mandelman (2009), "Remittances and the Dutch disease", *Journal of International Economics*, vol. 79, N° 1.
- Aguilera, R. (2020), "COVID-19 in Latin America: were we doomed from the start?", LSE, 19 de agosto [en línea] <https://blogs.lse.ac.uk/latamcaribbean/2020/08/19/covid-19-in-latin-america-was-the-region-doomed-from-the-start/>.
- Ahnert, T. y otros (2021), "Macroprudential FX regulations: shifting the snowbanks of FX vulnerability?", *Journal of Financial Economics*, vol. 140, N° 1.
- Akyüz, Y. (2021), "External balance sheets of emerging economies: low-yielding assets, high-yielding liabilities", *Review of Keynesian Economics*, vol. 9, N° 2.
- Baldwin, R. y R. Forslid (2020), "Globoitics and development: when manufacturing is jobless and services are tradable", *NBER Working Papers*, N° 26731, National Bureau of Economic Research.
- Banco Mundial (2020), *Commodity Markets Outlook: Persistence of Commodity Shocks*, Washington, D.C., octubre.

- _____(2019), *Global Economic Prospects 2019*, Washington, D.C.
- Baumann, B. A. y K. P. Gallagher (2015), "Navigating capital flows in Brazil and Chile", *Taming Capital Flows: Capital Account Management in an Era of Globalization*, J. E. Stiglitz y R. S. Gürkaynak (eds.), Basingstoke, Palgrave Macmillan.
- Benigno, G., N. Converse y L. Fornaro (2015), "Large capital inflows, sectoral allocation, and economic performance", *Journal of International Money and Finance*, vol. 55.
- Benigno, G. y L. Fornaro (2014), "The financial resource curse", *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 116, N° 1.
- Bortz, P. G. (2018), "Flujos de capital y endeudamiento externo: algunas reflexiones para América Latina", *Estudios sobre financierización en América Latina*, Libros de la CEPAL, N° 152 (LC/PUB.2018/3-P), M. Abeles, E. Pérez-Caldentey y S. Valdecantos (eds.), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Bosio, E. y otros (2020), "Survival of firms in developing economies during economic crisis", *COVID-19 in Developing Countries*, S. Djankov y U. Panizza (eds.), Londres, Centro de investigación sobre políticas económicas.
- Botta, A. (2021), "Financial liberalization, exchange rate dynamics and the financial Dutch disease in developing and emerging economies", *Emerging Economies and the Global Financial System. Post-Keynesian Analysis*, B. Bonizzi, A. Kaltenbrunner y R. A. Ramos (eds.), Londres, Routledge.
- _____(2017), "Dutch disease-cum-financialization booms and external balance cycles in developing countries", *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 37, N° 3.
- Botta, A., G. T. Yajima y G. Porcile (2022), "Structural change, productive development, and capital flows: does financial 'bonanza' cause premature deindustrialization?", *Working Paper*, N° 999, The Levy Economics Institute of Bard College.
- Bresser-Pereira, L. C. (2012), "Structuralist macroeconomics and the new developmentalism", *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 32, N° 3.
- Calvo, G. A., L. Leiderman y C. M. Reinhart (1996), "Inflows of capital to developing countries in the 1990s", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, N° 2.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2021), *Capital flows to Latin America and the Caribbean: 2020 year-in-review in times of COVID-19* (LC/WAS/TS.2021/1), Santiago.
- _____(2020), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*, 2020 (LC/PUB.2020/12-P), Santiago.
- Cerra, V. y S. C. Saxena (2008), "Growth dynamics: the myth of economic recovery", *American Economic Review*, vol. 98, N° 1.
- Céspedes, L. F., R. Chang y A. Velasco (2020), "Macroeconomic policy responses to a pandemic", *COVID-19 in Developing Countries*, S. Djankov y U. Panizza (eds.), Londres, Centro de Investigación sobre Políticas Económicas.
- Chang, H. J. y A. Lebdioui (2020), "From fiscal stabilization to economic diversification: a developmental approach to managing resource revenues", *WIDER Working Paper*, N° 2020/108, Instituto Mundial para la Investigación de Economía del Desarrollo (UNU-WIDER).
- Chui, M., E. Kuruc y P. Turner (2016), "A new dimension to currency mismatches in the emerging markets: non-financial companies", *BIS Working Paper*, N° 550, Banco de Pagos Internacionales (BPI).

- Cimoli, M. y otros (2020), "Choosing sides in the trilemma: international financial cycles and structural change in developing economies", *Economics of Innovation and New Technology*, vol. 29, N° 7.
- De Soto, H. (1988), *The Other Path: The Invisible Revolution in the Third World*, Nueva York, Harper & Row.
- Díaz-Alejandro, C. (1985), "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, N° 1.
- Erten, B. y J. A. Ocampo (2017), "Macroeconomic effects of capital account regulations", *IMF Economic Review*, vol. 65, N° 2.
- Felipe, J., A. Mehta y C. Rhee (2019), "Manufacturing matters... but it's the jobs that count", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 43, N° 1.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2022), *Perspectivas de la economía mundial: la guerra retrasa la recuperación mundial*, Washington, D.C.
- (2020a), *Fiscal Monitor: Policies for the Recovery*, Washington, D.C., octubre.
- (2020b), "Los mercados de trabajo de América Latina durante la COVID-19", *Perspectivas económicas: las Américas. La persistencia de la pandemia nubla la recuperación*, Washington, D.C., octubre.
- Forbes, K., M. Fratzscher y R. Straub (2015), "Capital-flow management measures: what are they good for?", *Journal of International Economics*, vol. 96, S1.
- Frenkel, R. y M. Rapetti (2009), "A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, N° 4.
- Hannan, S., K. Honjo y M. Raissi (2020), "Mexico needs a fiscal twist: response to COVID-19 and beyond", *IMF Working Paper*, N° 2020/215, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Hevia, C. y A. Neumeyer (2020), "A perfect storm: COVID-19 in emerging economies", *COVID-19 in Developing Countries*, S. Djankov y U. Panizza (eds.), Londres, Centro de Investigación sobre Políticas Económicas.
- Hofmann, B., N. Patel y S. Pak Yeung Wu (2021), *The Original Sin Redux: A Model Based Evaluation* [en línea] https://abfer.org/media/abfer-events-2021/annual-conference/papers-immb/AC21P1047_The-original-sin-redux-a-model-based-evaluation.pdf.
- Instituto de Finanzas Internacionales (2020a), *Global Macro Views: The EM Flows Recovery* [en línea] <https://www.iif.com/Research/Global-Focus/Global-Macro-Views/EM-Flows>.
- (2020b), *Capital Flows Report: A Slow and Uneven Recovery* [en línea] <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-and-Debt/Capital-Flows-to-Emerging-Markets-Report#:~:text=CFR%20October%202020%3A%20A%20Slow%20and%20Uneven%20Recovery&text=The%20COVID%2D19%20shock%20has,the%202009%20global%20financial%20crisis>.
- Islam, I. y F. Lapeyre (2020), *Transition to Formality and Structural Transformation: Challenges and Policy Options*, Organización Internacional del Trabajo (OIT).
- Kaminsky, G. L. y C. M. Reinhart (1999), "The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems", *American Economic Review*, vol. 89, N° 3.
- Klein, M. W. (2012), "Capital controls: gates versus walls", *Brookings Papers on Economic Activity*, fall.
- Koo, R. C. (2014), "Balance sheet recession is the reason for secular stagnation", *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, C. Teulings y R. Baldwin (eds.), Londres, Centro de Investigación sobre Políticas Económicas.

- Krugman, P. (2000), "Fire-sale FDI", *Capital Flows and the Emerging Economies: Theory, Evidence, and Controversies*, S. Edwards (ed.), Chicago, University of Chicago Press.
- _____(1999), *The Return of Depression Economics*, Nueva York, W.W. Norton & Co.
- La Porta, R. y A. Shleifer (2014), "Informality and development", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28, N° 3.
- Lange, G. M., Q. Wodon y K. Carey (eds.) (2018), *The Changing Wealth of Nations 2018: Building a Sustainable Future*, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Loayza, N. V. (2018), "Informality: why is it so widespread and how can it be reduced?", *Research and Policy Briefs*, N° 20, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Ma, G. y R. N. McCauley (2008), "Do China's capital controls still bind?", *China, Asia, and the New World Economy*, B. Eichengreen, Y. C. Park y C. Wyplosz (eds.), Oxford, Oxford University Press.
- Maloney, W. F. (2004), "Informality revisited", *World Development*, vol. 32, N° 7.
- Mendoza, E. G. y M. E. Terrones (2008), "An anatomy of credit booms: Evidence from macro aggregates and micro data", *NBER Working Paper*, N° 14049, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER).
- Naciones Unidas (2021), *World Economic Situation and Prospects 2021*, Nueva York.
- Obstfeld, M., J. D. Ostry y M. S. Qureshi (2018), "Global financial cycles and the exchange rate regime: a perspective from emerging markets", *CEPR Discussion Papers*, N° 12696, Centro de Investigación sobre Políticas Económicas.
- Ocampo, J. A. (2011), "Macroeconomía para el desarrollo: políticas anticíclicas y transformación productiva", *Revista CEPAL*, N° 104 (LC/G. 2498-P), Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), agosto.
- Ocampo, J. A., S. Spiegel y J. E. Stiglitz (2008), "Capital market liberalization and development", *Capital Market Liberalization and Development*, J. A. Ocampo y J. E. Stiglitz (eds.), Oxford, Oxford University Press.
- Ocampo, J. A. y G. Porcile (2020), "Latin American industrial policies: a comparative perspective", *The Oxford Handbook of Industrial Policy*, A. Oqubay y otros (eds.), Oxford, Oxford University Press.
- OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (s.f.), OECD.Stat [base de datos en línea] <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=60702>.
- Ostry, J. D., P. Loungani y D. Furceri (2016), "Neoliberalism: oversold?", *Finance and Development*, vol. 53, N° 2, junio.
- Ostry, J. D. y otros (2012), "Tools for managing financial-stability risks from capital flows", *Journal of International Economics*, vol. 88, N° 2.
- Palma, J. G. (2014), "De-industrialization, 'premature' de-industrialisation and the Dutch-disease", *Revista NECAT*, vol. 3, N° 5.
- _____(2013), "How the full opening of the capital account to highly liquid and unstable financial markets led Latin America to two and a half cycles of 'mania, panic and crash'", *The Handbook of the Political Economy of Financial Crises*, G. A. Epstein y M. H. Wolfson (eds.), Oxford University Press.
- _____(2005), "Four sources of 'de-industrialization' and a new concept of the 'Dutch disease'", *Beyond Reforms: Structural Dynamics and Macroeconomic Vulnerability*, J. A. Ocampo (ed.), Palo Alto, Stanford University Press.
- Pérez Caldentey, E., N. Favreau Negront y L. Méndez Lobos (2019), "Corporate debt in Latin America and its macroeconomic implications", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 42, N° 3.

- Rajan, R. y A. Subramanian (2011), "Aid, Dutch disease and manufacturing growth", *Journal of Development Economics*, vol. 94, N° 1.
- Rey, H. (2018), "Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence", *NBER Working Paper*, N° 21162, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER).
- Rodrik, D. (2016), "Premature deindustrialization", *Journal of Economic Growth*, vol. 21, N° 1.
- Rowthorn, B. y R. Ramaswamy (1997), "Deindustrialization: causes and implications", *Working Paper*, N° 97/42, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Sachs J. (1985), "External debt and macroeconomic performance in Latin America and East Asia", *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 2.
- Taylor, L. (1991), *Income Distribution, Inflation, and Growth: Lectures on Structuralist Macroeconomic Theory*, Cambridge, MIT Press.
- Taylor, L. (1998), "Capital market crises: liberalization, fixed exchange rates and market-driven destabilization", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 22, N° 6.
- Taylor, L. y C. Rada (2008), "Debt-equity cycles in the 20th century: empirical evidence and a dynamic Keynesian model", *Mathematical Economics and the Dynamics of Capitalism: Goodwin's Legacy Continued*, P. Flaschel y M. Landesmann (eds.), Londres, Routledge.
- Tregenna, F. (2015), "Deindustrialization, structural change and sustainable economic growth", *Working Paper Series*, N° 2015-032.
- (2009), "Characterizing deindustrialization: An analysis of changes in manufacturing employment and output internationally", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, N° 3.
- Tregenna, F., K. Nell y C. Callaghan (2021), "Determinants of industrial development", *New Perspectives on Structural Change: Causes and Consequences of Structural Change in the Global Economy*, L. Alcorta y otros (eds.), Oxford, Oxford University Press.
- Valensisi, G. (2020), "COVID-19 and global poverty: a preliminary assessment", *COVID-19 in Developing Countries*, S. Djankov y U. Panizza (eds.), Londres, Centro de Investigación sobre Políticas Económicas.
- Vernengo, M. y E. Pérez Caldentey (2020), "Modern Money Theory (MMT) in the tropics: functional finance in developing countries", *Challenge*, vol. 63, N° 6.

Capítulo X

Conclusiones

Esteban Pérez Caldentey¹

Juan Carlos Moreno Brid²

Lorenzo Nalin²

Las economías emergentes y en desarrollo se encuentran en una “camisa de fuerza” económica y social. Este es el resultado de un proceso que comenzó durante el período previo, el inicio y el período posterior a la crisis financiera mundial (2008-2009) y que resultó exacerbado por la pandemia de COVID-19 y el período pospandemia.

Antes de la crisis financiera mundial (a partir de 2007), todas las regiones en desarrollo experimentaron, con diferentes grados de intensidad, un aumento del endeudamiento externo de los gobiernos que, en algunos casos, también estuvo acompañado de un aumento del endeudamiento interno.

Cuando los países desarrollados comenzaron a disminuir las tasas de interés a corto plazo hasta casi alcanzar el límite inferior igual a cero y luego pasaron a disminuir los rendimientos a largo plazo hasta mínimos históricos para hacer frente al impacto, mediante la adopción de políticas monetarias de expansión cuantitativa (expansión de los balances), el crecimiento del endeudamiento se extendió también a otros sectores de

¹ Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

² Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM).

las economías de los países en desarrollo, incluidos el sector financiero y, especialmente, el sector empresarial no financiero. La respuesta monetaria a los efectos de la pandemia reforzó este proceso.

Tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, la tasa efectiva de los fondos de la Reserva Federal de los Estados Unidos se redujo del 1,5% al 0,15% en junio de 2009 y se mantuvo por debajo del 1% hasta mayo de 2017. Entre marzo de 2020 y mayo de 2022, la tasa efectiva de los fondos de la Reserva Federal también se mantuvo por debajo del 1%. En el caso de la zona del euro, la tasa fija sobre las principales operaciones de refinanciación se estableció en un nivel inferior al 1% desde julio de 2012, llegó al 0,0% en 2019 y se mantuvo en ese nivel hasta finales de julio de 2022, cuando se incrementó al 0,50%. Los rendimientos a largo plazo también disminuyeron durante la crisis financiera mundial y cayeron a un mínimo histórico durante la pandemia de COVID-19 (Banco de la Reserva Federal de St. Louis, 2022).

El crecimiento de los balances de los principales bancos centrales (Reserva Federal, Banco Central Europeo y Banco del Japón), que aumentó de 4 billones de dólares en 2008 a 26 billones de dólares en junio de 2022, no tiene precedentes (Yardeni y Quintana, 2022a). En la época de la crisis financiera mundial, las políticas monetarias de expansión cuantitativa tenían el objetivo de estimular el crecimiento económico, principalmente mediante un efecto de reequilibrio de cartera (un mecanismo de transmisión monetaria dirigido a cambiar el rendimiento relativo de una cadena de activos diferentes).

Durante la pandemia, la expansión cuantitativa fue crucial para cubrir los déficits presupuestarios a fin de sostener la demanda agregada. Entre 2019 y 2020 el déficit presupuestario de los Estados Unidos creció de 984.000 millones a 3,1 billones de dólares. Obviamente, las bajas tasas de interés contribuyeron a reducir el costo del endeudamiento público.

En ambas crisis, las políticas monetarias de expansión cuantitativa fueron fundamentales para mantener la tendencia al alza de los mercados bursátiles y la liquidez del sistema financiero y de la economía. Lo más importante, a nivel internacional, es que las políticas de expansión cuantitativa aumentaron el dominio del dólar de los Estados Unidos y el poder de la Reserva Federal como banco central mundial.

En este período, los países en desarrollo aprovecharon el costo más bajo de la emisión de deuda externa en relación con la interna. La mayoría de los bonos internacionales de los países en desarrollo se emitieron en dólares, lo que apuntaló la demanda de esa moneda y su valor externo. Por otra parte, los inversionistas extranjeros estaban dispuestos a asumir más riesgos, invirtiendo en las economías emergentes a cambio de una mayor rentabilidad. Algunos países en desarrollo emitieron deuda en el mercado internacional de bonos como forma de pagar las obligaciones

de deuda existentes denominadas en moneda local, lo que indica que los mercados financieros se utilizaron para mantener una estructura de financiación Ponzi³.

Este proceso se vio facilitado por la creciente importancia del mercado internacional de bonos como fuente de financiación para las economías emergentes y en desarrollo (el 35% y el 50% de la liquidez global en 2007 y 2022) y el aumento de la importancia del sector no bancario, incluida la industria de gestión de activos⁴. La importancia de esto último queda ejemplificada por el gestor de activos BlackRock, que en 2021 tenía un volumen de activos de 10 billones de dólares en su balance, 2,7 billones de los cuales corresponden a inversiones en renta fija (Brush y Wittenberg, 2022).

Un estudio del Fondo Monetario Internacional (FMI) muestra que, a finales de 2012, el 80% de la deuda soberana estaba en manos de instituciones financieras no bancarias, incluidos grandes inversionistas institucionales, fondos de cobertura y fondos soberanos de inversión (Arslanalp y Tsuda, 2014). De acuerdo con la información disponible para América Latina y el Caribe para el período 2007-2022, un número importante de países con diferentes calificaciones crediticias emitió bonos soberanos en los mercados internacionales de capitales (CEPAL, 2022).

Un hecho curioso que se produjo durante la pandemia es el comportamiento anticíclico de los flujos de capital a corto plazo (en contraste con los flujos a largo plazo, como la inversión extranjera directa (IED), que en el caso de América Latina y el Caribe mostró una marcada contracción). Tradicionalmente, los diferentes tipos de flujos financieros tienden a mostrar un comovimiento, pues se mueven juntos a lo largo del tiempo y más aún durante las crisis, como lo demuestra la crisis financiera mundial. Esta anomalía dio una falsa sensación de seguridad a los gobiernos emisores de bonos. Algunos llegaron incluso a destacar “la respuesta positiva de los mercados financieros privados” a la pandemia, a la luz de las débiles acciones emprendidas por las instituciones financieras internacionales para contrarrestar su impacto social y económico.

La expansión de la deuda estuvo acompañada por una disminución del crecimiento económico en todas las regiones emergentes y en desarrollo antes de la pandemia (véase el cuadro X.1), que tuvo el efecto de reforzar esta tendencia. En 2020, todas las regiones sufrieron una contracción económica (Asia Oriental y el Pacífico, -0,2%; Europa y Asia Central, -5,5%, América Latina y el Caribe, -6,7%; Oriente Medio y Norte de África, -3,9%; África Subsahariana, -2,0%).

³ La estructura de financiación Ponzi se refiere a una situación en la que un deudor solo puede hacer frente a sus compromisos de deuda asumiendo más deuda. Los regímenes de financiación Ponzi son insostenibles y, por tanto, duran poco (Minsky, 1986).

⁴ La liquidez global se define como la suma de los préstamos bancarios y las emisiones de títulos de deuda (véase BPI, 2022).

Cuadro X.1
Tasas de variación anual del PIB en regiones emergentes y en desarrollo
seleccionadas, 2000-2007, 2008-2009, 2010-2019, medias de 2020 y 2021
(En porcentajes)

	2000-2007	2008-2009	2010-2019	2020	2021
África Subsahariana	5,4	4,1	3,5	-2,0	4,1
América Latina y el Caribe	3,4	0,9	2,2	-6,7	6,8
Asia Oriental y el Pacífico	5,5	3,5	5,1	-0,2	5,8
Oriente Medio y Norte de África	4,8	2,7	3,0	-3,9	4,3
Europa y Asia Central	2,9	-1,7	1,9	-5,5	5,8

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Banco Mundial, Indicadores del Desarrollo Mundial, 2022 [base de datos en línea] <https://databank.bancomundial.org/reports.aspx?source=world-development-indicators>.

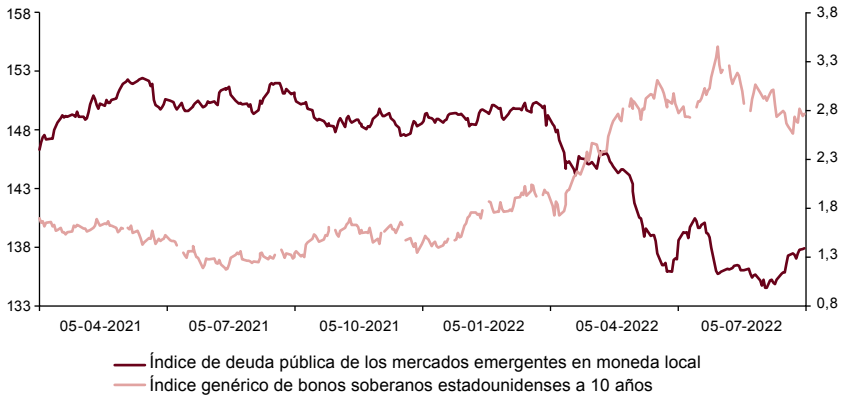
El repunte del crecimiento que experimentaron todas las regiones emergentes y en desarrollo resultó, como en el caso del período posterior a la crisis financiera mundial, efímero. Una parte importante del diferencial de crecimiento entre 2009 (crisis financiera mundial) y 2010 y entre 2020 (pandemia de COVID-19) y 2021 se explica por una baja base de comparación y por el aumento del consumo que suele producirse tras cualquier tipo de crisis económica. En 2010, el consumo fue principalmente inducido. En 2020, una gran parte fue impulsada por su componente autónomo debido a las transferencias gubernamentales, que fueron un componente importante de la política fiscal anticíclica adoptada por los países en desarrollo para compensar los efectos sociales y económicos de la pandemia de COVID-19.

En 2021, comenzaron a surgir indicios de que el ciclo financiero expansivo de las economías emergentes y en desarrollo se estaba desacelerando y probablemente estaba llegando a su fin. Un signo visible de esta situación fue el aumento del rendimiento del tesoro a largo plazo en el mundo desarrollado (incluidos Alemania, el Japón, Suecia, el Reino Unido y los Estados Unidos), que se prolongó hasta 2022. Cuando en el caso de los Estados Unidos se utilizan los valores del tesoro protegidos contra la inflación (TIPS) se muestra que el aumento del rendimiento a largo plazo no es solo en términos nominales sino también en términos reales (Yardeni y Quintana, 2022b).

Esto fue acompañado por una disminución de la rentabilidad de la inversión en deuda soberana denominada tanto en moneda local como extranjera (dólares de los Estados Unidos). Esto se muestra en los gráficos X.1 y X.2. Así, en este contexto, un cambio en la pendiente de la curva de rendimiento de los países desarrollados señalaba la posibilidad de condiciones monetarias restrictivas y un menor crecimiento en las economías en desarrollo.

Gráfico X.1

Evolución del índice genérico de bonos soberanos estadounidenses a 10 años y del índice de deuda pública de los mercados emergentes en moneda local, 4 de mayo de 2021-8 de agosto de 2022

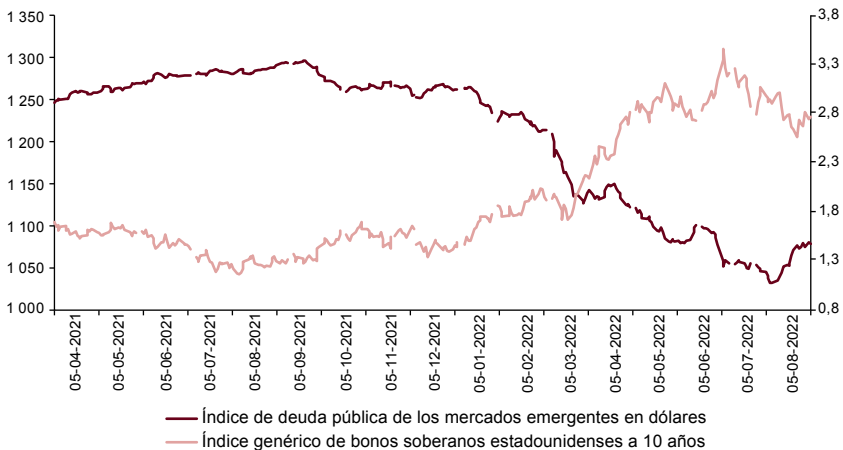


Fuente: Bloomberg Finance L.P., 2022.

Nota: El índice de la deuda pública de los mercados emergentes en moneda local mide el rendimiento de los mercados emergentes soberanos en moneda local con un vencimiento de al menos dos años y menos de 30 años.

Gráfico X.2

Evolución del índice genérico de bonos soberanos estadounidenses a 10 años y del índice de deuda pública de los mercados emergentes en dólares, 4 de mayo de 2021-8 de agosto de 2022



Fuente: Bloomberg Finance L.P., 2022.

Nota: El índice de deuda pública en dólares de los mercados emergentes mide el rendimiento de la deuda denominada en dólares con grado de inversión y de alto rendimiento emitida por gobiernos, gobiernos regionales, entidades patrocinadas por el gobierno y empresas domiciliadas en más de 60 mercados emergentes.

Los efectos de las condiciones financieras restrictivas se vieron potenciados por el anuncio de los bancos centrales del mundo desarrollado de incrementar las tasas de interés de su política monetaria para hacer frente al aumento de la inflación. En julio de 2022, todos los países desarrollados habían aumentado sus tasas de interés a corto plazo⁵. Al mismo tiempo, los principales bancos centrales del mundo desarrollado anunciaron la reducción de sus balances mediante el endurecimiento cuantitativo.

El endurecimiento cuantitativo se define como una política monetaria que consiste en no renovar en nuevas emisiones de valores el capital principal recibido por el banco central de sus tenencias del tesoro público (Wang, 2022). En el caso de la Reserva Federal, el banco central utiliza las ganancias del capital principal para extinguir las reservas acreditadas por el propio banco central al tesoro público para la compra del título del tesoro público que compró en primer lugar. De este modo, el banco central reduce tanto su activo como su pasivo. Si el tesoro público decide vender valores, tendría que venderlos, por ejemplo, a un inversionista privado, que tendría que disponer de sus depósitos en una institución financiera (por ejemplo, un banco comercial) para realizar la compra. A su vez, la institución financiera registraría una disminución de los depósitos y las reservas. De esta manera, la reducción del balance del banco central se extendería al sistema bancario comercial.

La Reserva Federal comenzó a aplicar el endurecimiento cuantitativo el 1 de junio de 2022 con un límite de rescate de títulos de 30.000 millones de dólares mensuales de junio a agosto. A partir de septiembre del mismo año el límite se ampliará a 60.000 millones de dólares. Además, la Reserva Federal comenzó a vender títulos con garantía hipotecaria por valor que llegaba a 7.500 millones de dólares al mes, que se incrementaron a 35.000 millones al cabo de tres meses. En general, de ahí a septiembre, el balance de la Reserva Federal se contraerá 95.000 millones de dólares mensuales.

La magnitud de este experimento monetario nunca se ha probado antes y sus efectos en la liquidez interbancaria y de los países emergentes y en desarrollo son inciertos. De acuerdo con estimaciones recientes, una reducción del balance de la Reserva Federal equivalente a 2,5 billones de dólares (una reducción de aproximadamente 90.000 millones de dólares durante 2 años) equivaldría a aumentar la tasa de interés de política monetaria algo más de 50 puntos básicos de forma sostenida (Crawley y otros, 2022).

Esto sienta las bases de la dinámica del ciclo financiero, muy en consonancia con los análisis presentados en este libro, cuyos elementos constitutivos incluyen la salida de capitales, la depreciación del tipo de cambio con el consiguiente aumento de la inflación y también los efectos

⁵ La excepción es el Banco del Japón, que ha mantenido una tasa de interés a corto plazo del -0,10% desde enero de 2016.

de los balances, así como el aumento del riesgo soberano y empresarial, que luego se retroalimentan en la demanda agregada mediante sus efectos en la formación bruta de capital.

La reducción de los activos de los mercados emergentes entre enero de 2021 y la actualidad es mayor que la experimentada durante la crisis financiera mundial (del 21,39% y el 21,27%, respectivamente). En todas las regiones del mundo en desarrollo se ha producido un aumento del riesgo soberano. En la actualidad, un tercio de las economías emergentes tiene un rendimiento de los bonos soberanos superior al 10%. En el caso de América Latina y el Caribe, estas incluyen el Brasil, Colombia, el Ecuador, El Salvador, Honduras y la República Bolivariana de Venezuela. Además, tal como están las cosas, según el FMI (Chabert, Cerisola y Hakura, 2022), el 60% de los países en desarrollo que eran elegibles o participaban en la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda del Grupo de los 20 (G20) corre un alto riesgo de sobreendeudamiento o ya se encuentra en esa situación (a un nivel más general, el 30% de los países emergentes y el 60% de las naciones de ingreso bajo están en situación de sobreendeudamiento o cerca de estarlo).

Este contexto se ha exacerbado por la guerra en Ucrania, que ha disparado los precios de los alimentos y la energía, provocando una considerable presión sobre la balanza de pagos (para los países que no son productores de petróleo y de alimentos) y causando inflación de costos e inseguridad alimentaria para muchos países en desarrollo.

Al mismo tiempo que las economías emergentes y en desarrollo se enfrentan a una serie de claros desafíos como resultado de su patrón de inserción internacional, ese mismo patrón de integración ha reducido significativamente su autonomía en materia de políticas. Las limitaciones en el uso de los flujos de capital son un ejemplo de ello.

La comunidad académica y las instituciones financieras internacionales han examinado detalladamente los aspectos técnicos y las ventajas y desventajas de la regulación de los flujos de capital. La vasta literatura resultante ha generado un consenso a favor de dejar de demonizar la regulación de los flujos de capital y restaurar su uso legítimo como herramienta de estabilización macroeconómica⁶. La regulación de los flujos de capital se considera una herramienta de política esencial, no solo en tiempos de crisis financieras y de la balanza de pagos, sino también en tiempos más normales. Sin embargo, como se demuestra en este libro, los responsables de la formulación de políticas de los países en desarrollo son reacios a regular los flujos de capital.

⁶ El Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco de Pagos Internacionales (BPI) han destacado los efectos desestabilizadores generalizados de los flujos de capital a corto plazo, reconociendo la utilidad de las técnicas de gestión de los flujos de capital (Adrian y otros, 2022).

Esta resistencia puede explicarse, en parte, por las dificultades técnicas que su aplicación impone a los reguladores y al buen funcionamiento de los intermediarios financieros. Quienes se oponen a la regulación de los flujos de capital argumentan que, en un contexto en que las economías emergentes y en desarrollo tienen un alto grado de apertura financiera, cabe esperar que los efectos disruptivos del establecimiento de medidas de regulación del capital no sean insignificantes y que este no produzca los resultados positivos esperados (Moreno Brid y Nalin, 2021).

Sin embargo, hay razones históricas, institucionales y políticas más importantes que impiden su uso. En primer lugar, la percepción de una asociación entre las disrupciones financieras, las dificultades de la balanza de pagos y la regulación de los flujos de capital socavarán cualquier intento de aplicarla, salvo quizás en condiciones extremas. El temor a crear presiones desestabilizadoras en los mercados financieros nacionales puede utilizarse como argumento incluso cuando la regulación de los flujos de capital se considera solo una posibilidad teórica. En estos casos, todo paso hacia la regulación de los flujos de capital requerirá la creación de un consenso acerca de que los fundamentos fiscales, monetarios y financieros de la economía son sólidos y el programa de desarrollo del gobierno está plenamente comprometido con la preservación de la estabilidad y una trayectoria sostenible de la deuda pública. Esto constituye un importante desafío técnico y político.

Asimismo, hay cuestiones de economía política que se deben tener en cuenta y que se hacen visibles a un nivel de análisis más granular. La regulación de los flujos de capital puede tener efectos heterogéneos a nivel microeconómico.

Para determinados grupos económicos, cuyas operaciones financieras están sumamente integradas en los mercados mundiales de capitales, la regulación de los flujos de capital puede causar una importante disrupción en sus actividades. Mientras las autoridades monetarias pueden percibir los flujos financieros a corto plazo como una amenaza para la estabilidad macroeconómica, algunos grupos económicos pueden, por el contrario, considerar que se trata de una oportunidad para obtener beneficios mediante el ajuste de la cartera. Como resultado, la regulación necesaria a nivel macroeconómico para garantizar la estabilidad financiera puede, de hecho, reducir los beneficios esperados y modificar el clima de negocios para el sector financiero y otros inversionistas, por ejemplo los inversionistas extranjeros directos. Esto podría ser inevitablemente una fuente de tensiones entre la comunidad empresarial y los actores políticos.

Las lecciones de la historia muestran que los intereses privados pueden ser lo suficientemente poderosos como para anular o eludir la regulación de los flujos de capital. Esto puede ejemplificarse con

la intervención de última hora de los banqueros neoyorquinos en el borrador final del Convenio Constitutivo del FMI en 1945 para suavizar las propuestas de John Maynard Keynes y Harry D. White sobre un mecanismo de préstamo internacional (Keynes, 1978). Las tensiones entre los objetivos de los políticos y los de la comunidad empresarial también explican los orígenes y el auge del mercado de eurodólares en Londres en las décadas de 1950 y 1960, en parte, como resultado de una “laguna” en la normativa sobre flujos de capital que permitía las transacciones en el mercado de divisas a plazo en Inglaterra (Schenk, 1998).

La receptividad a la regulación de los flujos de capital también depende del grado de dependencia de los sistemas financieros de los países de los flujos financieros extranjeros y, también, de su estructura de propiedad. Cuanto mayores sean la dependencia y la exposición de los intermediarios financieros a los flujos extranjeros, más probable será que estos se opongan a la regulación del capital. La misma situación se produce cuando los bancos extranjeros representan una gran parte de los activos del sistema bancario comercial. Al examinar la estructura productiva, la regulación del capital se justifica cuando los flujos financieros extranjeros se destinan principalmente a fines financieros y no productivos.

La mayoría de las economías emergentes y en desarrollo tienen un alto grado de apertura financiera y han firmado acuerdos de libre comercio e inversión que desalientan o incluso prohíben cualquier intervención de política para restringir las salidas o entradas de capital extranjero, aunque la regulación de los flujos de capital se considera una herramienta legítima para afrontar los períodos de turbulencia financiera y, sobre todo, para gestionar el ciclo financiero. Como se explica en el libro, desde la adopción de las políticas del consenso de Washington, en África, Asia y América Latina y el Caribe hay pocas experiencias de regulación de los flujos de capital *per se*⁷. Estos casos de referencia proporcionan importantes lecciones sobre su aplicabilidad, alcance y eficacia para mitigar la inestabilidad financiera.

Las limitaciones impuestas a la autonomía en materia de políticas de los países en desarrollo también se ponen a prueba examinando de cerca las “políticas macroprudenciales” a nivel teórico y empírico. Tras la crisis financiera mundial, las políticas macroprudenciales se han convertido en el principal instrumento de regulación financiera, tanto en los países desarrollados como en los países en desarrollo.

Si bien existen diferentes definiciones de las políticas macroprudenciales, todas indican como objetivo principal la reducción del riesgo sistémico, ya sea a lo largo del tiempo o entre instituciones y mercados. El riesgo sistémico se define como “el riesgo de interrupción de los servicios financieros causado

⁷ Esto excluye el uso de una definición más amplia de la regulación de los flujos de capital. Véase el capítulo I de este libro.

por un trastorno de la totalidad o de parte del sistema financiero que puede tener importantes repercusiones negativas sobre la economía real” (CEF/FMI/BPI, 2009, citado en FMI, 2010, pág. 62)⁸.

Las políticas macroprudenciales consideran, en su mayor parte, que el sistema bancario es la principal fuente de disrupción macroeconómica e inestabilidad financiera. Como explica Shin (2016, pág. 102): La mayoría de las herramientas macroprudenciales está dirigida al sector bancario [...] Su diseño está influenciado por la experiencia de crisis anteriores. Las consignas son: crecimiento del crédito, apalancamiento financiero, descalce de vencimientos, complejidad y “demasiado grande para quebrar”. Aunque estos factores siguen siendo relevantes, no se deduce que todos los futuros episodios de disrupción financiera deban seguir el mismo mecanismo que en el pasado.

En los capítulos III a VIII se muestra que el sector empresarial no financiero y el sector no bancario también pueden ser fuentes de inestabilidad y fragilidad financiera y no pueden ignorarse en el análisis. En el capítulo VIII se postula la existencia de una relación no lineal entre la deuda y la inversión del sector empresarial no financiero como componente clave de un ciclo financiero en América Latina y el Caribe. El sector no bancario se ha convertido en un actor importante en la intermediación financiera y se ha entrelazado con el sector bancario, dando lugar a conglomerados financieros que se han convertido en actores clave, tanto en la esfera financiera como en la esfera real de la actividad económica y que en muchos países emergentes y en desarrollo no están regulados simplemente porque no existe la figura jurídica de “conglomerado financiero”. Asimismo, el sector externo como tal no se considera una fuente de vulnerabilidad.

La atención prestada al sistema bancario tiene importantes repercusiones en la forma en que los responsables de la formulación de políticas y los académicos entienden el papel del dinero y las finanzas. La regulación macroprudencial se basa en la premisa de que los bancos son intermediarios financieros que canalizan el “ahorro voluntario” hacia la inversión y que la regulación financiera, mediante sus diferentes herramientas, debe acortar, en la medida de lo posible, la cadena entre el ahorro y la inversión.

De acuerdo con este enfoque, la crisis financiera mundial se produjo precisamente porque el crecimiento de las finanzas alargó la cadena de intermediación entre el ahorro y la inversión (Shin, 2010a). Sin embargo, este punto de vista no se corresponde con las nociones modernas de dinero y finanzas, según las cuales los préstamos crean depósitos (los gastos, incluidas las inversiones, generan ahorros) y que sostienen que la función principal de los bancos es validar las deudas.

⁸ Esta es la definición adoptada en el capítulo III del libro.

En el centro de la regulación macroprudencial está la noción de que los ciclos económicos son una serie de episodios de auge y depresión. La vulnerabilidad financiera se crea durante el auge y la depresión es proporcional al auge. Sin embargo, la realidad de las economías emergentes y en desarrollo apenas se ajusta a este patrón. Como se argumenta en el capítulo VIII, los períodos de auge y depresión son un tipo particular de ciclo, pero ciertamente no constituyen su manifestación general.

Por último, el diseño de la regulación macroprudencial no incorpora en toda su extensión la relación entre la política monetaria y la estabilidad financiera.

Según el consenso actual, los bancos centrales deben atenerse al principio de Tinbergen: un instrumento, un objetivo. La política monetaria debería tener como objetivo la estabilidad de los precios, mientras la política reguladora debería centrarse en la estabilidad financiera (Shin, 2010b). En este sentido, la consideración de la regulación a nivel macroeconómico no ha supuesto un cambio en la arraigada disociación entre ambas funciones, que ha sido una característica omnipresente de la economía monetaria dominante. Esta disociación emana del hecho de que, según la ortodoxia, las funciones de política monetaria y de regulación de los bancos centrales se suponen complementarias.

Dado que las políticas macroprudenciales y monetarias presentan similitudes, pues ambas afectan la demanda y la oferta de crédito mediante la reasignación del gasto en el tiempo y la influencia en el costo de financiación de los intermediarios financieros, hay margen para analizar la interacción entre ambos tipos de políticas. Por una parte, las políticas macroprudenciales pueden facilitar la ejecución de la política monetaria al contener el riesgo, amortiguar el impacto de las perturbaciones económicas y proporcionar un mayor margen normativo para alcanzar su objetivo principal, la estabilidad de precios. Por otra parte, dada la existencia de imperfecciones en los mercados financieros, la política monetaria puede afectar la estabilidad del sistema financiero a través de los siguientes canales: i) al configurar los incentivos *ex ante* para la asunción de riesgos de los agentes individuales, mediante el apalancamiento financiero, los préstamos a corto plazo o la contratación de préstamos en divisas; o ii) al afectar *ex post* la rigidez de las restricciones de préstamo y posiblemente exacerbar las externalidades del precio de los activos y del tipo de cambio y los ciclos de apalancamiento financiero (FMI, 2013, pág. 9; Nier y Kang, 2016).

Sin embargo, la evidencia también indica que pueden tirar en direcciones diferentes. Como resultado, la política monetaria puede ser un factor que contribuya a la inestabilidad financiera y, dada la importancia de los bancos centrales en una economía, esto debe ser una característica central de la regulación macroprudencial. Existen cinco canales a través de los

cuales la política monetaria puede conducir a un aumento de la inestabilidad financiera (balance, asunción de riesgos, desplazamiento del riesgo, tipo de cambio y precio de los activos). Estos se resumen en el cuadro X.2, junto con la literatura existente sobre este tema y los resultados empíricos.

Cuadro X.2
Canales de transmisión de la política monetaria a la inestabilidad financiera

Canal	Efectos	Impacto en la estabilidad o inestabilidad financiera	Autores	Resultados
Aumento de la tasa de interés de política monetaria oficial				
Balance	Aumento del reembolso de la deuda Reducción de la capacidad de amortización de los préstamos Disminución del patrimonio neto	Mayores tasas de impago Menores beneficios bancarios Mayores créditos en mora	Sengupta (2010) Jiménez y otros (2008) Gertler y Gilchrist (1994) Asea y Blomberg (1998)	Aumento de la morosidad de los prestatarios y disminución de la calidad de las carteras de los bancos Aumento de los impagos en los préstamos hipotecarios
Asunción de riesgos	Aumento del valor del capital y las garantías	Mayor exposición al riesgo como consecuencia de la expansión de los balances, el aumento del apalancamiento financiero y la menor calidad de los prestatarios	Jiménez y otros (2008) Ioannidou, Ongena y Peydró (2009) Merrouche y Nier (2010)	Los datos sobre el nivel de los préstamos y las encuestas proporcionan pruebas a favor del canal de asunción de riesgos Las pruebas a nivel macro son más débiles
Desplazamiento del riesgo	Reducción de los márgenes de intermediación que lleva a los prestamistas a aumentar la asunción de riesgos	Aumento del apalancamiento financiero para mantener la rentabilidad	Gan (2004) Landier, Sraer y Thesmar (2011)	Sólidas pruebas empíricas favorables antes de una crisis
Tipo de cambio	Aumento de las entradas de capital debido a los mayores diferenciales de tasas de interés	Aumento del crecimiento del crédito y el apalancamiento financiero	Hahn y otros (2012) Merrouche y Nier (2010)	Pruebas empíricas sólidas en diferentes países
Disminución de la tasa de interés de política monetaria				
Precio de los activos	Aumento del valor de los activos para los prestamistas y del patrimonio neto de los prestatarios	Aumento de la oferta y la demanda de préstamos que conduce a un aumento de los precios de los activos mediante un mecanismo de "aceleración financiera"	Altunbas, Gambacorta y Marques-Ibanez (2012) Del Negro y Otrok (2007) FMI (2009)	Pruebas desiguales y escaso impacto de la disminución de las tasas de interés en las fases de auge de los precios de los activos.

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de Fondo Monetario Internacional (FMI), *The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies*, Washington, D.C., enero de 2013, pág. 27.

El análisis anterior apunta a la necesidad de adoptar un enfoque más amplio e integral de la política macroprudencial, que incluya no solo el sector financiero en su conjunto y el sector real (es decir, el sector empresarial no financiero), sino también la interacción entre ambos.

La única manera de liberarse de la camisa de fuerza creada por la combinación de bajo crecimiento y altos niveles de deuda en un contexto externo sumamente restrictivo es ampliar la autonomía en materia de políticas de las economías emergentes y en desarrollo. Esta ha sido una antigua demanda de los responsables de la formulación de políticas, los profesionales y los académicos que piensan fuera de la corriente principal de la economía y que durante mucho tiempo han argumentado que el principal escollo para acceder a un espacio de política económica más amplio no está relacionado con su lógica económica subyacente, como se muestra a lo largo de este libro.

Bibliografía

- Adrian, T. y otros (2022), “Por qué el FMI está actualizando su enfoque sobre los flujos de capital”, 1 de abril [en línea] <https://www.imf.org/es/News/Articles/2022/03/31/blog033122-why-the-imf-is-updating-its-view-on-capital-flows>.
- Altunbas, Y., L. Gambacorta y D. Marques-Ibanez (2012), “Do bank characteristics influence the effect of monetary policy on bank risk?”, *Working Paper Series*, N° 1427, Banco Central Europeo.
- Arslanalp, S. y T. Tsuda (2014), “La pregunta del billón: ¿quién es el dueño de la deuda pública de los mercados emergentes?”, IMF Blog, 5 de marzo [en línea] <https://blogs.imf.org/2014/03/05/the-trillion-dollar-question-who-owns-emerging-market-government-deb>.
- Asea, P. y B. Blomberg (1998), “Lending cycles”, *Journal of Econometrics*, vol. 83, N° 1-2.
- Banco de la Reserva Federal de St. Louis (2022), Federal Reserve Economic Data (FRED) [base de datos en línea] <https://fred.stlouisfed.org>.
- Banco Mundial (2022), Indicadores del Desarrollo Mundial [base de datos en línea] <https://databank.bancomundial.org/reports.aspx?source=world-development-indicators>.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (2022), Global Liquidity Indicators [en línea] <https://www.bis.org/statistics/gli.htm>.
- Brush, S. y A. Wittenberg (2022), “BlackRock assets hit record \$10 trillion, powered by ETFs”, 14 de enero [en línea] <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-01-14/blackrock-s-assets-pass-10-trillion-for-the-first-time>.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2022), “Base de datos sobre rendimientos de bonos soberanos en América Latina y el Caribe, 2013-2022”, inédita.
- Chabert, G., M. Cerisola y D. Hakura (2022), “Restructuring debt of poorer nations requires more efficient coordination”, IMF Blog, 7 de abril [en línea] <https://blogs.imf.org/2022/04/07/restructuring-debt-of-poorer-nations-requires-more-efficient-coordination/>.

- Clement, P. (2010), "Origen y evolución del término 'macroprudencial'", *BIS Quarterly Review*, Banco de Pagos Internacionales (BPI), marzo.
- Crawley, E. y otros (2022), "Substitutability between balance sheet reductions and policy rate hikes: some illustrations and a discussion", Junta de Gobernadores de la Reserva Federal, 3 de junio [en línea] <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3147>.
- Del Negro, M. y C. Otrok (2007), "99 Luftballons: monetary policy and the house price boom across U.S. states", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, N° 7.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2013), *The Interaction of Monetary and Macprudential Policies*, Washington, D.C., enero.
- _____(2010), "Caluroso en el sur, más frío en el norte", *Perspectivas Económicas: Las Américas*, Washington, D.C., octubre.
- _____(2009), "Fluctuaciones de precios de los activos: Lecciones para la política monetaria", *Perspectivas de la Economía Mundial: sustentar la recuperación*, Washington, D.C., octubre.
- Galati, G. y R. Moessner (2011), "Macroprudential policy – a literature review", *BIS Working Papers*, N° 337, Banco de Pagos Internacionales (BPI), febrero.
- Gan, J. (2004), "Banking market structure and financial stability: evidence from the Texas real estate crisis in the 1980s", *Journal of Financial Economics*, vol. 73, N° 3.
- Gertler, M. y S. Gilchrist (1994), "Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, N° 2.
- Hahm, J. H. y otros (2012), "Macroprudential policies in open emerging economies", *NBER Working Paper*, N° 17780, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER).
- Ioannidou, V., S. Ongena y J.-L. Peydró (2009), "Monetary policy and subprime lending: a tall tale of low federal funds rates, hazardous loans and reduced loan spreads", *European Banking Centre Discussion Paper*, N° 2009-045.
- Jiménez, G. y otros (2008), "Hazardous times for monetary policy: what do twenty-three million bank loans say about the effects of monetary policy on credit risk-taking?", *Documentos de Trabajo*, N° 833, Madrid, Banco de España.
- Keynes, J. M. (1978), *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume XXV: Activities 1940-1944*, E. Johnson y D. Moggridge (eds.), Royal Economic Society.
- Landier, A., D. Sraer y D. Thesmar (2011), "The risk-shifting hypothesis: evidence from sub-prime originations", documento presentado en XII Jacques Polak Annual Research Conference, Washington, D.C., 10 y 11 de noviembre.
- Merrouche, O. y E. Nier (2010), "What caused the global financial crisis? Evidence on the drivers of financial imbalances 1999–2007", *Working Paper*, N° 2010/265, Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Minsky, H. P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press.
- Moreno Brid, J. C. y L. Nalin (2021), "Regulation of international capital flows in developing countries: institutional and political challenges in their implementation", *WEA Commentaries*, vol. 11, N° 4, World Economics Association, diciembre.
- Nier, E. y H. Kang (2016), "Monetary and macroprudential policies – exploring interactions", *BIS Papers* N° 86, Banco de Pagos Internacionales (BPI).
- Schenk, C. (1998), "The origins of the Eurodollar Market in London: 1955–1963", *Explorations in Economic History*, vol. 35, N° 2, abril.

- Sengupta, R. (2010), "Alt-A: The forgotten segment of the mortgage market", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 92, N° 1.
- Shin, H. (2016), "Macroprudential tools, their limits and their connection with monetary policy", *Progress and Confusion*, O. Blanchard y otros (eds.), Cambridge, The MIT Press.
- (2010a), *Risk and Liquidity*, Oxford, Oxford University Press.
- (2010b), "Financial intermediation and the post-crisis financial system", *BIS Working Papers*, N° 304, Banco de Pagos Internacionales (BPI), marzo.
- Wang, J. (2022), "Quantitative tightening step-by-step", 6 de enero [en línea] <https://fedguy.com/quantitative-tightening-step-by-step/>.
- Yardeni, E. y M. Quintana (2022a), *Central Banks: Monthly Balance Sheets*, Yardeni Research, Inc., agosto.
- (2022b), *Market Briefing: US Bond Yields*, Yardeni Research, Inc., agosto.

En este libro se presenta un análisis comparativo de las respuestas de política de los países en desarrollo de África, Asia y América Latina y el Caribe a los retos que una mayor apertura financiera externa y la flexibilidad de los precios y el tipo de cambio plantean a la estabilidad económica. La mayor apertura externa ha reducido considerablemente el margen normativo de las economías en desarrollo y, al mismo tiempo, ha aumentado el potencial de fragilidad e inestabilidad financieras. Estos retos, que han pasado a un primer plano desde la crisis financiera mundial de 2008-2009, también se manifiestan en el profundo impacto de la pandemia de COVID-19 y definirán la recuperación posterior a la pandemia. En el libro se examina la manera en que los diferentes países han utilizado los controles de capital y las herramientas macroprudenciales y se destacan las principales lecciones aprendidas. Se incluye una exhaustiva evaluación crítica de las políticas macroprudenciales a nivel teórico y práctico. Asimismo, se presentan marcos alternativos para el análisis de las políticas de estabilidad externa, incluido el desarrollo de un modelo de referencia de acervo-flujo (*stock-flow*) coherente para América Latina y el Caribe con cinco sectores (gobierno, bancos centrales, sector financiero, sector privado y sector externo). El modelo puede utilizarse para evaluar diferentes medidas de política y estimar su impacto en la estabilidad financiera y el crecimiento económico.