

Hacia una gestión eficiente de los flujos de capitales

Ángel Estrada, Luis Molina, Paula Sánchez y Francesca Viani

9 de febrero de 2017

La globalización financiera ha avanzado notablemente en las últimas décadas. En principio, una mayor integración debería elevar el grado de eficiencia económica. Sin embargo, la evidencia empírica sugiere que, para ello, los países deben contar con instituciones económicas bien diseñadas y mercados financieros locales suficientemente desarrollados. Además, estos flujos pueden poner en riesgo la estabilidad financiera en determinadas circunstancias, por lo que las autoridades económicas necesitan disponer de criterios e instrumentos para hacer frente a estas situaciones. El uso de dichas herramientas debe hacerse en el contexto de un programa más amplio de medidas, que incluya los ajustes macro y microeconómicos que se requieran. Además, la cooperación internacional aparece como complemento necesario de la globalización.

Este artículo ha sido elaborado por Ángel Estrada, Luis Molina, Paula Sánchez y Francesca Viani, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

La globalización financiera ha avanzado notablemente en las últimas décadas. En principio, una mayor integración debería elevar el grado de eficiencia económica. Sin embargo, la evidencia empírica sugiere que, para ello, los países deben contar con instituciones económicas bien diseñadas y mercados financieros locales suficientemente desarrollados. Además, estos flujos pueden poner en riesgo la estabilidad financiera en determinadas circunstancias, por lo que las autoridades económicas necesitan disponer de criterios e instrumentos para hacer frente a estas situaciones. El uso de dichas herramientas debe hacerse en el contexto de un programa más amplio de medidas, que incluya los ajustes macro y microeconómicos que se requieran. Además, la cooperación internacional aparece como complemento necesario de la globalización.

Introducción

La globalización económica y financiera vuelve a ser el centro de atención de académicos y responsables de la política económica. En un contexto de mayor integración y menores barreras a los movimientos de los flujos financieros entre países, parece razonable esperar que estos flujos se dirijan hacia aquellas áreas en las que puedan obtener una mayor rentabilidad, redundando en un mayor crecimiento global. De esta forma, los países con buenas expectativas de crecimiento recibirían financiación del exterior, elevando su nivel de bienestar al poder anticipar parte de sus rentas futuras, mientras que los países con exceso de ahorro podrían diversificar sus carteras de inversión, protegiéndose así de perturbaciones idiosincrásicas.

No obstante, la globalización financiera también tiene costes potenciales, pues eleva la exposición al exterior de las economías, aumentando su vulnerabilidad a las perturbaciones de origen externo y haciéndolas más dependientes del ciclo financiero global. De hecho, tras tres décadas de paulatina liberalización de la cuenta financiera en la mayor parte de los países, se han observado algunos hechos estilizados que llevan a matizar la visión simplista de que una mayor liberalización conlleva mayores ganancias para todos.

En primer lugar, los recursos financieros no parecen fluir desde los países donde son más abundantes (y su rentabilidad marginal, menor) hacia los países donde son escasos (y su rentabilidad marginal, más alta), sino a la inversa. De hecho, la dirección de los flujos de capital parece venir condicionada por la calidad de las instituciones económicas y el nivel de desarrollo financiero del país receptor, condiciones que son necesarias para obtener los máximos beneficios de estos flujos. En segundo lugar, su efecto es distinto dependiendo de cómo se instrumenten. En concreto, la inversión extranjera directa (IED) y la inversión en cartera (IC) de acciones, además de ser más estables, contribuyen a absorber las perturbaciones, mientras que los flujos de deuda las amplifican y presentan una elevada volatilidad.

Por todo ello, se ha abierto camino la idea de que los países deben reforzar sus instituciones y desarrollar sus sistemas financieros antes de proceder a liberalizar su cuenta financiera. Se admite también que, en determinadas circunstancias, las autoridades puedan utilizar herramientas diseñadas para gestionar los flujos de capitales, sobre todo si hay riesgos para la estabilidad financiera del país. Sin embargo, se recomienda que esas medidas sean transitorias y que en ningún caso sustituyan a los ajustes macro y microeconómicos que sean precisos en la economía.

Evolución reciente de los flujos de capital

En este artículo se describen, en primer lugar, los principales hechos estilizados relativos al comportamiento de los flujos de capital en las últimas décadas. En segundo lugar, se repasan los factores que determinan su evolución e impacto. Por último, se plantean las opciones de política económica que tienen las autoridades para obtener los mayores beneficios de los flujos de financiación exterior, minimizando sus efectos adversos.

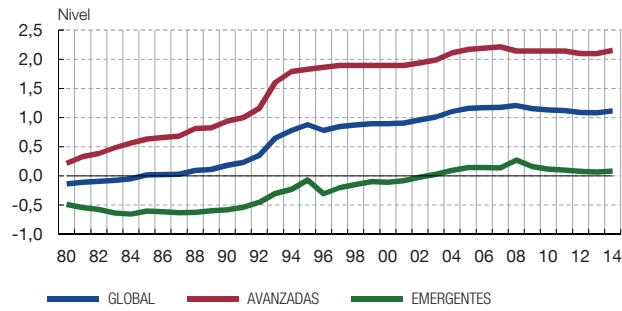
Uno de los hechos estilizados más relevantes de la economía global en los últimos años ha sido el aumento paulatino de las interrelaciones entre los distintos países. La globalización económica se materializó primero en el ámbito comercial, pero, especialmente a partir del año 2000, la integración en el ámbito financiero ha sido también muy intensa. Al igual que el fomento de las importaciones y exportaciones requiere una reducción de las barreras comerciales entre países, tanto arancelarias como no arancelarias, para que los agentes puedan realizar intercambios financieros es necesario que las cuentas financieras estén suficientemente liberalizadas y no se encuentren sujetas a restricciones significativas. Si se mide el grado de apertura de la cuenta financiera utilizando un índice *de jure*, como el elaborado por Chinn e Ito (2006), se observa que la globalización financiera experimentó sendos impulsos en 1991 y en 2000 — así como un retroceso en 1995, a raíz de la crisis mexicana y las crisis en países emergentes que le siguieron —, para alcanzar un máximo en 2008 (véase gráfico 1.1). Tras la crisis financiera global (CFG), el grado de apertura retrocedió ligeramente, especialmente entre las economías emergentes. Este índice ilustra también cómo las economías avanzadas tienen cuentas financieras más liberalizadas que las emergentes, cuyo nivel de apertura en la actualidad es similar al que tenían las avanzadas en los años ochenta.

Una forma complementaria de analizar el grado de liberalización de la cuenta financiera es examinar la evolución de indicadores *de facto*, como el peso de los activos (y pasivos) exteriores a escala global y en las distintas economías. Como se puede apreciar en el gráfico 1.2¹, entre 1980 y 2000 el peso de los activos financieros en el PIB mundial pasó de representar el 31 % al 100 %, para doblarse prácticamente en los siete años siguientes, hasta la crisis de 2008. Posteriormente, los activos financieros mundiales han crecido por debajo del PIB, de modo que en 2015, último dato agregado disponible, su peso se situó en el entorno del 190 % del PIB, unos 10 puntos por debajo del máximo histórico. En consonancia con el indicador de Chinn e Ito, los activos exteriores representan un porcentaje mucho menor en las economías emergentes que en las avanzadas. Además, la caída en el nivel de la globalización financiera que refleja este indicador después de la CFG se debe al comportamiento de las economías emergentes, donde los activos financieros pasaron del 63 % al 53 % del PIB de dicho agregado entre 2007 y 2015, como resultado de la caída de los activos de Oriente Medio, tras el hundimiento de los precios del petróleo; en el caso de América Latina, los activos aumentaron en 13 puntos del PIB de la región entre 2007 y 2015.

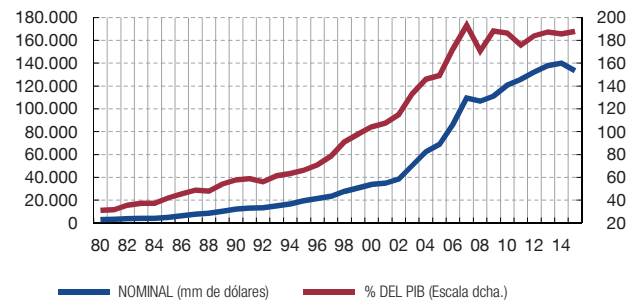
En el gráfico 1.3 aparecen los flujos de capital que han dado lugar a la acumulación de los *stocks* analizados en el párrafo anterior, donde se pueden apreciar sus marcadas fluctuaciones: los flujos brutos mundiales aumentaron paulatinamente desde el año 2000, hasta alcanzar máximos cercanos al 20 % del PIB mundial en 2007; durante la CFG se redujeron drásticamente, llegando a ser negativos (lo que refleja la intensidad de la

¹ En teoría, el nivel de activos y pasivos externos mundiales debería ser el mismo, pero en la práctica existen errores de medición y discrepancias en el modo de elaborar la información que hacen que esta identidad se incumpla. En los gráficos que se presentan a continuación, las discrepancias entre flujos brutos de activos y pasivos no son muy elevadas (menos del 1 % del PIB), y se derivan, en especial, de la partida de flujos de cartera.

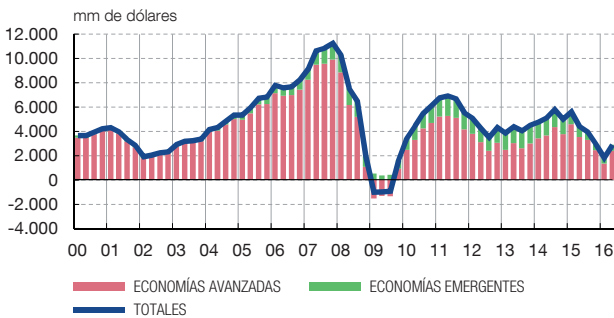
1 ÍNDICE DE APERTURA DE LA CUENTA DE CAPITALES (CHINN-ITO)



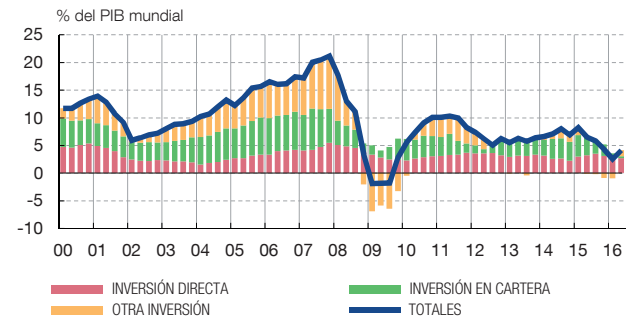
2 ACTIVOS FINANCIEROS MUNDIALES



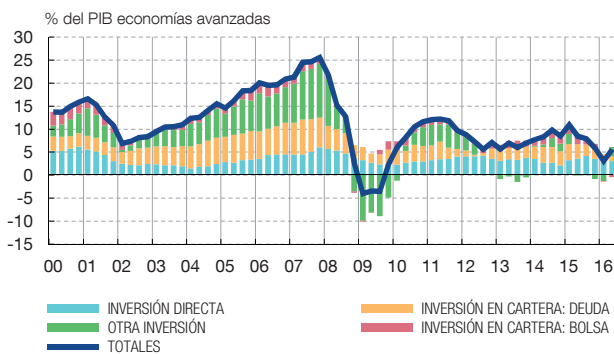
3 ENTRADAS BRUTAS DE CAPITALES (a)



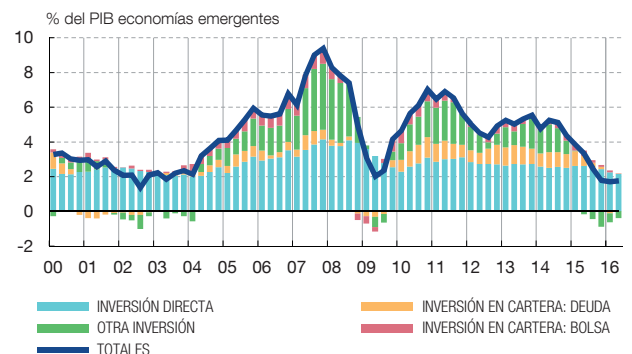
4 ENTRADAS BRUTAS DE CAPITALES (a)



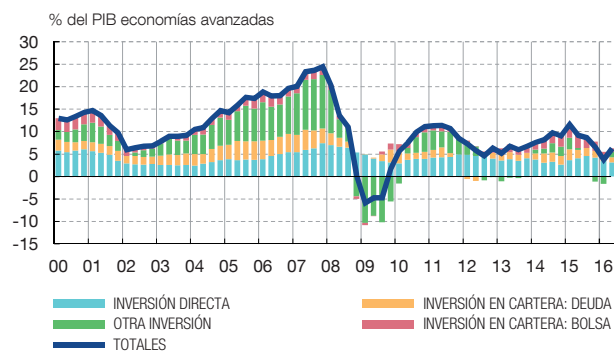
5 ENTRADAS BRUTAS DE CAPITALES: ECONOMÍAS AVANZADAS (a)



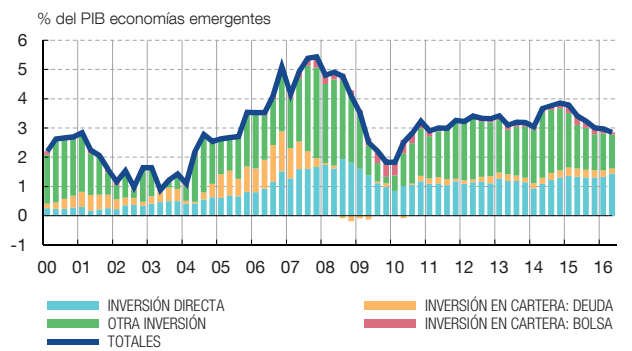
6 ENTRADAS BRUTAS DE CAPITALES: ECONOMÍAS EMERGENTES (a)



7 SALIDAS BRUTAS DE CAPITALES: ECONOMÍAS AVANZADAS (a)



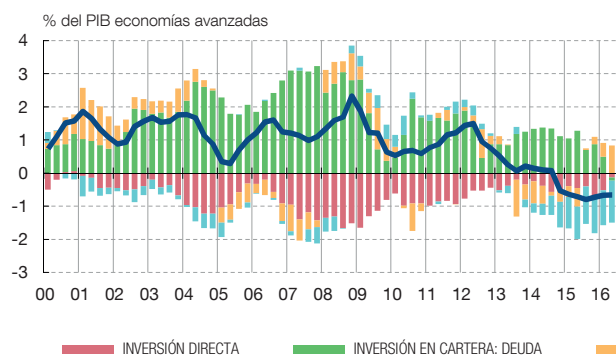
8 SALIDAS BRUTAS DE CAPITALES: ECONOMÍAS EMERGENTES (a)



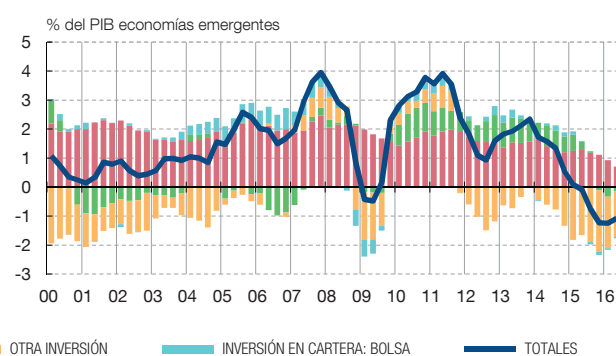
FUENTES: Banco de España, a partir del Fondo Monetario Internacional, Datastream y Dealogic.

a Suma móvil de cuatro trimestres.

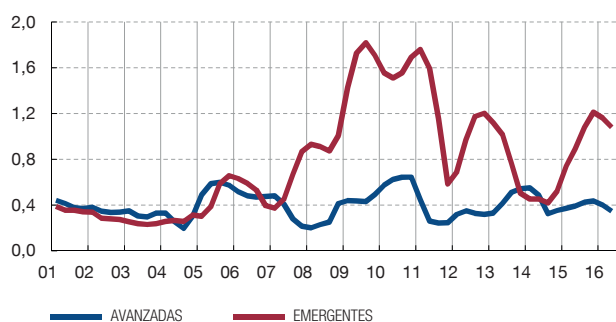
9 FLUJOS NETOS DE CAPITALES: ECONOMÍAS AVANZADAS (a)



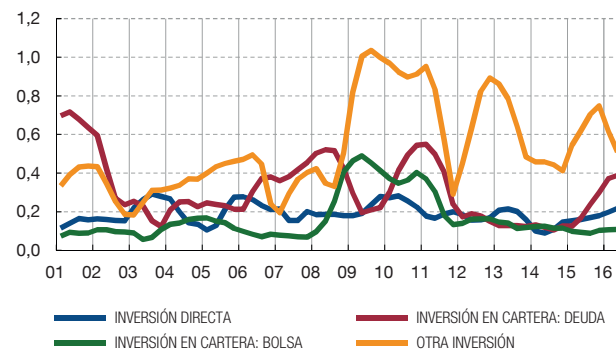
10 FLUJOS NETOS DE CAPITALES: ECONOMÍAS EMERGENTES (a)



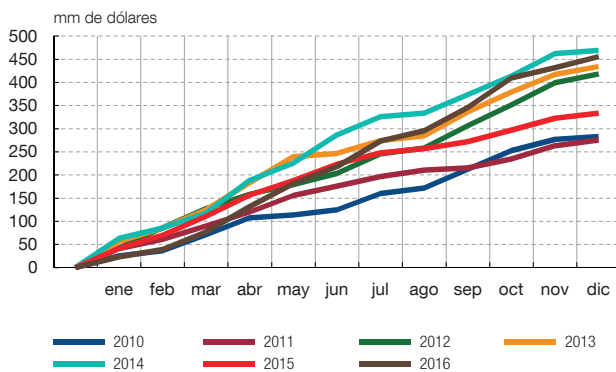
11 VOLATILIDAD DE LOS FLUJOS NETOS



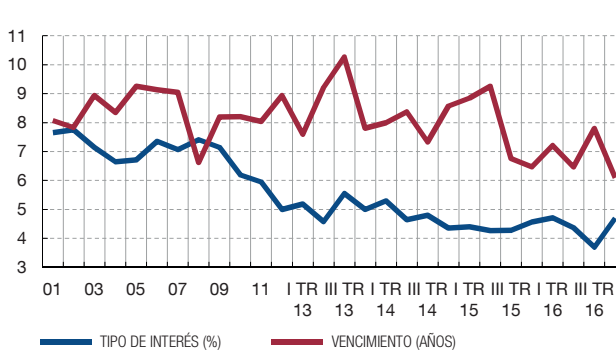
12 VOLATILIDAD DE LOS FLUJOS NETOS A ECONOMÍAS EMERGENTES



13 EMISIONES DE RENTA FIJA DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES EN MERCADOS INTERNACIONALES



14 CONDICIONES DE LAS EMISIONES EN MERCADOS INTERNACIONALES DE RENTA FIJA (EXCLUIDOS SOBERANOS)



FUENTES: Banco de España, a partir del Fondo Monetario Internacional, Datastream y Dealogic.

a Suma móvil de cuatro trimestres.

repatriación de capitales por parte de los inversores extranjeros a sus países de origen); posteriormente, volvieron a aumentar, pero sin llegar a alcanzar los niveles previos a la crisis. Como se podía intuir de lo sucedido con los *stocks* de activos y pasivos, el grueso de los flujos de capitales lo registran las economías avanzadas; así, la caída de los flujos durante la crisis fue mucho mayor en las avanzadas, mientras que las economías emergentes siguieron registrando entradas brutas de capital durante ese período. Sin embargo, más recientemente, los flujos hacia los mercados emergentes han mostrado una tendencia decreciente muy significativa, que se relaciona con diversos factores, como la revisión a la baja del crecimiento potencial de estas economías, la reducción de los precios

de las materias primas y el inicio del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

Los flujos de capital incluyen una amplia variedad de instrumentos financieros. La clasificación más frecuente los suele agrupar en IED, IC y otra inversión (OI). La IED la realizan mayoritariamente las empresas no financieras, y en su mayoría se materializa en instrumentos que, como las acciones, absorben en parte las perturbaciones que puedan sufrir esos activos. La IC incluye tanto instrumentos de deuda como de capital, y la OI la lleva a cabo sobre todo el sector bancario, a través de préstamos principalmente. Como se puede apreciar en el gráfico 1.4, el fuerte aumento de los flujos de capital antes de la crisis vino impulsado, fundamentalmente, por los flujos bancarios transfronterizos —que pasaron de representar un 2 % del PIB en 2000-2001 a un 10 % del PIB en 2007— y por el aumento, de menor cuantía, de los flujos de IED y de IC. El posterior colapso de los flujos de capital se centró tanto en los flujos bancarios como en la IC, mientras que la IED se mantuvo relativamente estable. Posteriormente, la IC se ha recuperado en mayor medida que los préstamos bancarios transfronterizos, en parte como consecuencia de la introducción de una regulación bancaria más estricta tras la crisis financiera.

Dado el comportamiento tan distinto de los flujos de capital en las economías avanzadas y en las emergentes, merece la pena analizar por separado su composición en ambas áreas². Así, el gráfico 1.5 muestra cómo el fuerte incremento de las entradas brutas de capitales en las economías avanzadas en el período anterior a la crisis se materializó principalmente en préstamos bancarios y en compras de deuda por parte de no residentes. El colapso de 2008 se produjo en la partida de préstamos —en especial, préstamos recibidos de bancos de otras economías avanzadas—, mientras que la recuperación observada en los últimos años se ha materializado en mayores flujos de cartera.

En el caso de las economías emergentes (véase gráfico 1.6), un primer hecho destacado es que la IED es el flujo mayoritario (65 % de los flujos en el período, frente al 25 % en las avanzadas). El incremento de los flujos recibidos por estas economías entre 2000 y 2007 fue de menor entidad que el dirigido a las desarrolladas (6 puntos del PIB, frente a los 12 puntos de las avanzadas) y se materializó tanto en IED (aumento de 2 puntos del PIB) como en préstamos bancarios (4 puntos). Desde 2009, las entradas vía préstamos bancarios se han mantenido en niveles muy reducidos —e incluso negativos a partir de 2015—, siendo sustituidas, en parte, por instrumentos de deuda colocados en mercados financieros internacionales. Dentro de los emergentes, la caída reciente de las entradas brutas ha sido más acusada en Asia, por los préstamos bancarios —en terreno negativo desde comienzos de 2015— y, también, por la IC, que se situó en el -0,1 % del PIB en 2016, frente al 1 % observado a comienzos de 2015. En América Latina, la IED se ha mantenido aproximadamente en los porcentajes previos a la crisis; además, es la región en la que se ha observado el mayor incremento en los flujos de entrada en forma de deuda (1,3 puntos del PIB entre 2009 y 2015). Los indicadores sobre flujos de capital de más alta frecuencia, procedentes de otras fuentes, apuntan a que, en el segundo semestre de 2016 y en el primer mes

2 Las series regionales que se presentan en el resto de los gráficos se han elaborado agregando las respectivas partidas de la balanza de pagos de 19 economías avanzadas (Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Reino Unido, Italia, Corea del Sur, España, Canadá, Australia, Países Bajos, Bélgica, Suiza, Suecia, Singapur, Austria, Hong Kong, Noruega y Luxemburgo) y 41 economías emergentes, 11 de América Latina (Brasil, México, Argentina, Colombia, Chile, Venezuela, Perú, Ecuador, Uruguay, Panamá y Bahamas), 8 de Asia (China, India, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Bangladesh y Vietnam), 7 de Europa (Rusia, Turquía, Polonia, Hungría, Rumanía, Ucrania y Kazajistán) y 15 del resto del mundo (Arabia Saudita, Irán, Egipto, Pakistán, Emiratos Árabes Unidos, Argelia, Irak, Nigeria, Sudáfrica, Angola, Etiopía, Kenia, Tanzania, Ghana y Marruecos). El conjunto de países examinado abarca el 92 % del PIB mundial.

del presente año, se han registrado salidas de capitales de cartera de las economías emergentes, especialmente de bolsa, capitales que se habrían colocado en las economías avanzadas, en activos privados de renta fija.

Al analizar el comportamiento de los flujos de capital, es relevante mirar también a las salidas, es decir, a las inversiones de los agentes nacionales en el exterior. En algunas ocasiones, los flujos de salida de capitales tienden a suavizar la restricción financiera que podría derivarse de una reducción abrupta de las entradas; también pueden atemperar la exuberancia financiera en momentos de abundancia. Como se aprecia en el gráfico 1.7, tras el colapso observado en 2008 (el denominado *great retrenchment*), las salidas de capital de las economías avanzadas se recuperaron hasta niveles —de nuevo— inferiores a los anteriores a la crisis, como consecuencia —al igual que en el caso de las entradas— de la evolución de los préstamos bancarios, que habían sido los principales responsables de su fuerte aumento antes de la crisis. La composición de las salidas de las economías emergentes es también muy distinta de la correspondiente a las de las avanzadas (véase gráfico 1.8), con un predominio de la OI, si bien la IED está alcanzado niveles similares. Los flujos brutos de salida aumentaron hasta 2008, especialmente en forma de IED en Asia, y de OI en Asia y en Oriente Medio.

Con todo ello, las economías avanzadas mantuvieron un flujo neto (entradas menos salidas) positivo hasta finales de 2014 (véase gráfico 1.9). Por componentes, el flujo neto ha sido tradicionalmente negativo en el caso de la IED, así como en el de las salidas netas de IC materializadas en bolsa, especialmente a partir de 2015 (si bien la reciente recuperación de las cotizaciones de las bolsas de las economías desarrolladas puede revertir esta situación). Por su parte, los flujos netos de las economías emergentes han mostrado un comportamiento diferenciado (véase gráfico 1.10), destacando el flujo neto positivo en el caso de la IED. A nivel agregado, se han hecho negativos en los últimos años, debido a la OI y a los flujos de IC de deuda.

El análisis precedente se centra en los niveles de los flujos de capitales; sin embargo, desde el punto de vista de la estabilidad financiera puede resultar mucho más importante dirigir la atención hacia su volatilidad. Los gráficos 1.11 y 1.12 muestran cómo, en el caso de las economías avanzadas, la volatilidad ha tendido a oscilar en torno a un valor estable; sin embargo, en el caso de las economías emergentes, partiendo de niveles similares a los de las economías avanzadas, la volatilidad aumentó considerablemente durante la crisis financiera internacional y sin que se haya recuperado la estabilidad previa con posterioridad. Factores como el cambio de expectativas de política monetaria en Estados Unidos, la caída de los precios de las materias primas o los episodios de inestabilidad en la bolsa china explicarían este cambio. Por tipo de flujo, la IED y la IC en bolsa han mostrado mayor estabilidad, mientras que la IC en deuda y, sobre todo, la OI se han comportado de manera mucho más errática, y su inestabilidad ha aumentado a raíz de la CFG.

Como se ha señalado, una de las características más destacables de la evolución de los flujos de capitales tras la crisis global de 2008 ha sido el cambio en la composición de los recibidos por los mercados emergentes, al ganar peso los instrumentos de deuda negociables en mercados internacionales frente a los préstamos bancarios (véase gráfico 1.10). Las emisiones de renta fija de las economías emergentes en mercados internacionales alcanzaron máximos históricos año tras año tras la crisis (véase gráfico 1.13³)

³ Estos datos provienen de Dealogic.

—con la excepción de 2015—, lideradas en un primer momento por empresas no financieras (asiáticas) y bancos, y posteriormente por compañías cuyo negocio está relacionado con las materias primas. A partir de 2015, las entradas de flujos en deuda en emergentes disminuyeron, por las menores colocaciones de este tipo de empresas, siendo sustituidas, en parte, por emisiones soberanas⁴. En paralelo, para cubrir los posibles riesgos derivados de este aumento del endeudamiento en dólares, se registraron un crecimiento de las colocaciones en mercados locales, de modo que la mayor parte de los fondos obtenidos por las empresas en algunas de las regiones emergentes procedía de estos últimos, y un incremento de las colocaciones en monedas distintas del dólar, especialmente el euro (que en 2016 marcaron un máximo histórico). Finalmente, cabe destacar que las condiciones de financiación en los mercados internacionales mejoraron sustancialmente a partir de la crisis, con la fuerte caída de los tipos de interés y el aumento de los plazos de vencimiento, mejora que, por el momento, no ha revertido, a pesar del aumento reciente de los tipos de interés de largo plazo en las economías avanzadas (véase gráfico 1.14).

Determinantes cercanos de los flujos de capitales e impacto económico

De acuerdo con los postulados neoclásicos, los flujos de capital responden a las diferencias de rentabilidad entre países, de forma que deberían fluir desde las economías más ricas, con mayores volúmenes de capital y menor rentabilidad marginal, hacia aquellas con menores *stocks* de capital y una gama más amplia de inversiones con rentabilidad potencial elevada. Los flujos de capital benefician al país receptor por distintas vías: i) generan un mayor crecimiento a corto y largo plazo, al aumentar la inversión; ii) permiten mantener patrones más estables de consumo a sus ciudadanos, ya que un país con una renta actual baja pero con buenas perspectivas de crecimiento podría pedir prestado con cargo a sus ingresos futuros, o prestar cuando es temporalmente más rico; iii) mejoran la eficiencia asignativa y productiva, al elevar el grado de competencia en los mercados intermos; iv) reducen la vulnerabilidad de los países, ya que al diversificar la cartera de inversión se reduce la exposición a riesgos idiosincrásicos, y v) mejoran la capacidad para absorber perturbaciones locales, debido a la mayor integración con el resto del mundo⁵.

Sin embargo, como se ha documentado en la literatura empírica, los flujos internacionales de capital han tendido a fluir «cuesta arriba» (desde los países pobres a los países ricos) en lugar de «cuesta abajo», como predice la teoría [Prasad *et al.* (2007)]. Hay que tener en cuenta que la rentabilidad de la inversión en países con instituciones económicas y políticas débiles, como ocurre en muchos países de rentas bajas, se reduce significativamente cuando se ajusta por el riesgo asumido. Además, los flujos de capital tienden a producir efectos diferentes a los esperados en las economías receptoras: así, los estudios empíricos no apoyan, en general, la idea de que menores barreras a las entradas de capital impliquen un crecimiento más elevado. Por el contrario, sí existe evidencia de que las economías emergentes que han recibido menores flujos de capital han crecido más rápidamente que aquellas con entradas más elevadas y sostenidas [Rey (2015), Prasad *et al.* (2007)]. Varios estudios apuntan a posibles efectos adversos de la liberalización de la cuenta financiera, en términos de menores salarios y aumentos significativos y persistentes de la desigualdad

4 El aumento de las emisiones de empresas productoras de materias primas ha suscitado debates en torno a sus efectos sobre la estabilidad financiera global (véase, entre otros, el *Global Financial Stability Report* del FMI, de octubre de 2015). En la medida en que estas empresas se endeuden en dólares, parecen contar con una cobertura natural de sus posiciones, pues obtienen sus ingresos en la misma moneda; en la práctica, la correlación entre la apreciación del dólar y la caída del precio del petróleo hizo que algunas empresas tuvieran dificultades financieras. La situación se complica en la medida en que algunas de las petroleras que más se endeudaron en los últimos tiempos son públicas. Sobre las características generales de las empresas más endeudadas, véase Fuertes y Serena (2015), que concluyen que las empresas que emiten en mercados globales tienen mejores ratios financieros que las que emiten en otros mercados.

5 Véanse, por ejemplo, Rodrik y Subramanian (2009), Kose *et al.* (2009), Gourinchas y Jeanne (2013).

[Furceri y Loungani (2015)]. Además, las entradas de capital se caracterizan por una elevada volatilidad, que se transmite a unas mayores fluctuaciones de las variables macroeconómicas locales y deja expuesta la economía a las perturbaciones que se puedan producir en los países de origen de los flujos o en las condiciones financieras globales. De hecho, los flujos de entrada de capital se asocian con una mayor volatilidad del consumo, con ciclos de intenso crecimiento seguidos por repentinas desaceleraciones, y con descalces monetarios que aumentan el riesgo de crisis financieras [Bluedorn *et al.* (2013), Rodrik (2007)].

Dada la falta de soporte empírico a las ventajas teóricas asociadas a la liberalización de la cuenta financiera en las economías emergentes, varios estudios han tratado de identificar las condiciones bajo las cuales las entradas de capital pueden ser más beneficiosas. En esta perspectiva, la literatura se ha centrado en el análisis de la composición de los flujos de capital. En general, los flujos instrumentados como renta variable a largo plazo (IED e IC) son preferibles a los flujos de deuda de renta fija a corto plazo, que a menudo han demostrado ser muy volátiles y potencialmente dañinos [CGFS (2009), Turner (2010)]. Además, la IED también se ha mostrado como un instrumento útil para la transferencia de tecnología y conocimientos.

Varios estudios también exploran la existencia de umbrales en las condiciones económicas e institucionales de un país que aseguren que las entradas de capital tengan un efecto positivo. La evidencia indica que la interacción de un entorno macroeconómico estable con instituciones eficientes —incluyendo mercados financieros suficientemente desarrollados, un régimen comercial abierto, la estabilidad fiscal y de precios, y derechos de propiedad sólidos— permite un manejo razonable de los riesgos y la materialización de los beneficios de los flujos de capital [Obstfeld (2005), Mishkin (2007)]. Cuando un país no cumple con estos requisitos, una estrategia orientada a implementar una integración financiera global limitada, que incluya los instrumentos regulatorios adecuados para reducir la volatilidad de los flujos de capital, sería más eficaz.

Los determinantes de los flujos internacionales de capital suelen agruparse en dos categorías: factores de «estímulo» (*push factors*) y factores de «atracción» (*pull factors*). Los factores de atracción radican en los países receptores de los flujos (es decir, son factores internos), incluyendo, entre otros elementos, unas buenas perspectivas de crecimiento y estabilidad macroeconómica que mejoren el perfil de riesgo-rentabilidad de los activos emitidos en el país, y que, por tanto, contribuyan a atraer capital del exterior. Los factores de estímulo, por el contrario, radican en los países inversores (es decir, son factores externos o globales). Estos elementos impulsan las salidas de capital debido a la menor rentabilidad comparativa de las inversiones en las economías avanzadas, o a una mayor disponibilidad de liquidez. Un importante factor de impulso del capital hacia las economías emergentes han sido las reducciones en los tipos de interés en los países avanzados, que han alentado la búsqueda de rentabilidades por parte de los inversores internacionales en los mercados emergentes.

Desde un punto de vista normativo, es importante establecer qué factores determinan en la práctica los movimientos de capital transfronterizos: distinguir entre factores de atracción y de estímulo es el primer paso para el diseño de políticas que permitan una correcta gestión de los flujos de capital. Cuando los flujos son impulsados principalmente por características específicas de cada país, o cuando estas desempeñan un papel significativo en determinar la sensibilidad del país a las perturbaciones globales, reducir la volatilidad de los flujos de capital requiere que las autoridades nacionales mejoren el entorno local a

través de políticas macroeconómicas sólidas. En cambio, en la medida en que los flujos vengan determinados por factores globales, como cambios en la aversión al riesgo o en las condiciones financieras en las economías avanzadas más sistémicas, las entradas podrían tener implicaciones indeseadas para los países receptores, generando, sucesivamente, expansiones excesivas y contracciones de activos y crédito, y aumentando el riesgo de reversiones abruptas de los flujos. En este caso, las necesarias políticas macroeconómicas sólidas podrían venir complementadas por medidas adicionales, como herramientas de gestión de los flujos de capital y políticas macroprudenciales.

La literatura empírica encuentra, por lo general, que los factores de estímulo son importantes determinantes de los flujos de capital. De hecho, muchos estudios recientes identifican una relación clara entre los tipos de interés en las principales economías avanzadas y los flujos de cartera, ya que los tipos de interés bajos estimulan la inversión en los mercados emergentes, donde los rendimientos son más elevados [la denominada «búsqueda de rentabilidades», World Bank (1997), Ghosh *et al.* (2014), Sarno *et al.* (2016)]. En este sentido, la política monetaria de Estados Unidos parece desempeñar un papel particularmente relevante. Las condiciones financieras de Estados Unidos producen cambios en el grado de incertidumbre y en la aversión al riesgo de los inversores internacionales y generan movimientos simultáneos en los flujos de capital, en los precios de los activos y en la evolución del crédito a nivel mundial, dando lugar a lo que se ha denominado «ciclo financiero global». Por ejemplo, una política monetaria expansiva de Estados Unidos reduciría la percepción de riesgo de los inversores, estimulando así los flujos de capital a escala mundial [Miranda-Agrippino y Rey (2015), Bruno y Shin (2015)]. Sin embargo, podría ocurrir que las variaciones cíclicas en los flujos de inversión, impulsadas por las condiciones financieras en las principales economías avanzadas, no resultasen adecuadas para la fase cíclica en la que se encuentra la economía receptora. En esas circunstancias, el uso de medidas de gestión de la cuenta financiera, con el fin de proteger las economías receptoras de estas fluctuaciones en los flujos de inversión, podría estar justificado.

No obstante, la evidencia empírica indica que la sensibilidad de cada economía particular a los factores de estímulo depende de las propias características específicas del país. En concreto, la existencia de mercados financieros internos profundos y una presencia significativa de bancos globales en su sector financiero parecen aumentar la sensibilidad a las condiciones financieras globales [Cerutti *et al.* (2015), Eichengreen y Gupta (2014)]. Por el contrario, una elevada calidad de las instituciones protege tanto las economías avanzadas como las emergentes frente a cambios adversos en las condiciones mundiales [Fratzscher (2012), Alonso (2015)]. Estos resultados sugieren que las autoridades locales podrían reducir la vulnerabilidad de sus economías frente a los factores globales mediante actuaciones como incentivar la existencia de una base amplia de inversores nacionales, tener una proporción sustancial de deuda en moneda nacional y desarrollar instituciones locales de alta calidad [Fratzscher *et al.* (2013), Alberola *et al.* (2016)]. Además, las autoridades nacionales podrían aprovechar la heterogeneidad de los flujos de capital y promover las condiciones específicas que favorezcan la entrada de los tipos de inversión externa más estable y productiva, como la IED, que, además, permiten absorber parte del efecto de las perturbaciones.

Instrumentos para la gestión de los flujos de capitales

Los apartados precedentes han puesto de manifiesto cómo la integración financiera global y el consiguiente aumento del volumen de los flujos de capitales producen beneficios indudables, tanto para los países emisores como para los receptores [Caballero *et al.* (2015)]. Sin embargo, la integración financiera global también aumenta la vulnerabilidad de los países, ya que facilita la transmisión internacional de perturbaciones y eleva su exposición al ciclo financiero global, que tiene una importancia creciente en la determinación

de las condiciones financieras de los países [Eichengreen y Gupta (2016)]. Esta dependencia puede generar riesgos para la estabilidad financiera y dificultar la gestión de la política monetaria, sobre todo en economías pequeñas, donde las autoridades habrán de tener muy presentes las condiciones financieras externas. Como se ha señalado, el nivel de vulnerabilidad dependerá del grado de desarrollo de las instituciones locales, de la naturaleza de los flujos de entrada y de la moneda en la que estén denominados, entre otros factores.

Este contexto de creciente integración y elevada vulnerabilidad ha llevado a buena parte de la academia y a muchos organismos internacionales encargados de velar por el buen funcionamiento del sistema financiero global a considerar la conveniencia de disponer de instrumentos de política económica que permitan modular los flujos de capital y minimizar los efectos adversos que puedan tener. Estos instrumentos deben ser utilizados en función de la naturaleza e intensidad del problema, y los más drásticos, que limitan o prohíben determinadas operaciones financieras, deben ser transitorios; además, no pueden sustituir en ningún caso los ajustes estructurales necesarios o la orientación adecuada de las políticas macroeconómicas nacionales. Algunos de estos instrumentos macroprudenciales se basan en herramientas de la supervisión microprudencial, encaminada a reducir los riesgos agregados que asume el sector bancario. Por otra parte, no cabe olvidar que en todo flujo internacional de capitales están involucrados al menos dos actores: el país emisor y el receptor, por lo que existe una cierta responsabilidad compartida que sugiere la necesidad de reforzar la cooperación internacional.

Para una economía receptora, el principal reto radica en hacer frente a situaciones de retirada de los flujos de capital, que pueden derivar en un freno repentino (*sudden stop*) o, incluso, en una reversión. En esas circunstancias, la primera línea de defensa debe ser la flexibilidad cambiaria, ya que la depreciación del tipo de cambio tiende a compensar el endurecimiento de las condiciones financieras exteriores con un aumento de la demanda externa asociado a la ganancia de competitividad. Sin embargo, una depreciación acusada puede tener también consecuencias negativas. Así, si una parte relevante de la deuda del país estuviera materializada en moneda extranjera, como ha ocurrido tradicionalmente en muchas economías emergentes, la depreciación podría llevar a desequilibrios financieros importantes para los agentes emisores de esa deuda. En este sentido, cabe señalar que en los últimos años muchos países emergentes han reducido el grado de monetización extranjera de sus economías, en paralelo con la mejora de sus instituciones económicas y el desarrollo de sus sistemas financieros. Por otra parte, la depreciación puede producirse de forma desordenada, aumentando la volatilidad cambiaria e incrementando los costes de cobertura de los operadores de este mercado. En esas circunstancias, disponer de un volumen suficiente de reservas internacionales proporciona un aseguramiento necesario.

Las políticas monetarias y fiscales también pueden ser utilizadas en situaciones de retiradas de flujos. Una relajación de estas políticas puede proporcionar un contrapeso al endurecimiento de las condiciones financieras internacionales que supone un freno a la entrada de capital; sin embargo, no todos los países pueden actuar de esa forma y, en ocasiones, pueden verse obligados a endurecerlas. Así, en el caso de la política monetaria existe la posibilidad de que la depreciación cambiaria, al elevar los precios de los productos importados, se traduzca en una mayor inflación de la cesta de consumo. Si esta supera los objetivos del banco central de forma persistente, este se verá obligado a subir los tipos de interés. El grado de traslación de la depreciación cambiaria asociada a una reversión de los flujos de capitales depende en buena medida de la credibilidad del banco central y de su

historial de consecución de sus objetivos en el pasado. En el caso de la política fiscal, su utilización como mecanismo de estabilización requiere que la situación fiscal sea sostenible. En países productores de materias primas puede ocurrir que los flujos internacionales dejen de entrar como consecuencia de que los precios de estos productos se hayan ajustado a la baja; en la medida en que un elevado porcentaje de los ingresos fiscales esté asociado a las materias primas, es posible que la única alternativa sea elevar otros ingresos públicos, o reducir gastos, para no poner en peligro la sostenibilidad de las cuentas públicas.

Ante crisis exteriores inminentes o en situaciones más complejas se han utilizado medidas para limitar las salidas de capital [FMI (2016)]. Estas medidas, que tienen un carácter transitorio, se suelen imponer sobre monedas concretas (en vez de a nacionalidades) y en segmentos particulares de los mercados financieros que representan un riesgo concreto. Las herramientas que se incluyen en este grupo de medidas van desde algunas de carácter fiscal, que actúan sobre los precios de los instrumentos financieros, hasta otras cuantitativas, que limitan —o incluso prohíben— determinadas operaciones. De acuerdo con el FMI (2016), estas medidas son efectivas si se implementan conjuntamente con un programa de ajuste macroeconómico, pero también tienen costes en términos de carga regulatoria, transparencia y riesgo de asignación ineficiente de los recursos.

Otra posibilidad que tienen las autoridades para amortiguar el efecto de las salidas de capital de extranjeros es favorecer la repatriación de capitales desde el exterior. Como se señaló en el apartado anterior, este efecto compensador es un hecho relativamente frecuente, especialmente en períodos de estrés financiero. Sin embargo, la evidencia empírica muestra que este fenómeno es mucho más intenso en aquellos países que cuentan con instituciones desarrolladas, su economía ha sido gestionada con prudencia y disponen de abundantes reservas internacionales [Alberola *et al.* (2016)].

También parece claro que las implicaciones de un freno repentino a las entradas de capital son potencialmente más importantes en aquellos países que previamente hayan tenido entradas masivas. Los elevados volúmenes de entradas de capital pueden generar burbujas de precios de activos financieros y reales en los países receptores, y prevenir ese tipo de excesos es crucial para reducir el impacto de su posible reversión. Para ello, y a la inversa de lo apuntado anteriormente para moderar el impacto de un freno repentino de entradas de capitales, la apreciación del tipo de cambio, la acumulación de reservas (sin que aumente la base monetaria), el endurecimiento de las políticas monetaria y fiscal y, eventualmente, las medidas de gestión de los flujos de entrada de capitales conforman las posibles medidas que cabe adoptar. Recientemente se han añadido a esta lista algunas herramientas macroprudenciales, especialmente cuando los flujos son canalizados a través del sistema bancario. De acuerdo con Hoggarth *et al.* (2016), tanto el búfer de capital contracíclico como los de liquidez recientemente establecidos por Basilea pueden desempeñar un papel muy importante en este sentido, aunque, para ello, es importante que las normas de reciprocidad entre países se apliquen tal y como está previsto en la legislación.

En cualquier caso, no se debe olvidar que en un flujo internacional de capital siempre hay involucrados, al menos, dos países: el receptor y el emisor. Aunque el foco de este artículo se ha puesto en los países receptores, los países emisores también tienen un papel que desempeñar para asegurar la estabilidad financiera global, sobre todo cuando se tiene en cuenta que son las condiciones financieras globales las que parecen condicionar en mayor medida estos flujos, al menos en el período más reciente. Las autoridades de los

países que son emisores en términos netos y de forma sostenida en el tiempo también deben plantearse qué factores inhiben la rentabilidad de la inversión en su propio país y si la forma en la que se están exportando capitales reduce o exacerba la inestabilidad financiera global. Los países que, en virtud de las políticas monetarias que están aplicando en una situación concreta, generan flujos de capitales hacia terceros deben tener en cuenta los posibles efectos de transmisión que ocasionan esas políticas, más allá de los puramente internos.

En esta perspectiva, la coordinación internacional debe estar siempre presente. Existen principalmente tres iniciativas para coordinar y clarificar las medidas de gestión de los flujos de capitales (MGC) y macroprudenciales (MMP): i) el código de liberalización de los movimientos de capital de la OCDE; ii) la visión institucional del FMI, y iii) las conclusiones coherentes del G-20. Aunque estas iniciativas son de diferente naturaleza, las tres son complementarias y coherentes entre sí, y se han ido revisando desde su introducción para adaptarlas a las circunstancias cambiantes [IRC Task Force on IMF Issues (2016)].

El *código de liberalización de los movimientos de capital de la OCDE* (el código) está vigente desde 1961 y ofrece un marco equilibrado para que todos los países adheridos vayan eliminando progresivamente las barreras a los movimientos de capital. Los países se comprometen a no introducir MGC, si bien el código permite cierta flexibilidad en determinadas circunstancias⁶, que requiere la aplicación de una serie de principios —transparencia, no discriminación, proporcionalidad y obligatoriedad de rendir cuentas— para evitar o minimizar los efectos negativos colaterales adversos. El código es legalmente vinculante para los países que lo han suscrito (en principio, todos los de la OCDE, aunque desde 2012 está abierto a otros países). Desde marzo de 2016, la OCDE está llevando a cabo una revisión del código, con el fin de reforzar y asegurar su relevancia, que espera finalizar en 2018.

La *visión institucional del FMI sobre la liberalización y gestión de los flujos de capital* (VI) se implantó en 2012. Su objetivo es ofrecer al Fondo una base clara y consistente sobre la que hacer recomendaciones a todos sus miembros en relación con las políticas asociadas con los movimientos de capital⁷. La VI no es vinculante; sin embargo, la *Integrated Surveillance Decision* exige al Fondo que evalúe las políticas de flujos de capital que tengan un impacto significativo sobre la estabilidad de la balanza de pagos o que puedan producir efectos sobre otros países, con implicaciones para la estabilidad global. En 2016, el Fondo ha revisado someramente la utilización de la VI desde 2012, concluyendo que las respuestas de política económica desde 2012 han estado, en general, en línea con esta guía.

Por último, las *conclusiones coherentes del G-20* (CC), adoptadas en 2011, establecen un conjunto amplio de principios no vinculantes sobre cómo hacer frente a flujos elevados de capital. Se admite que los países puedan imponer restricciones a los movimientos de capital en circunstancias específicas, siempre y cuando estas medidas no sustituyan la aplicación de políticas macroeconómicas apropiadas (por ejemplo, en relación con riesgos financieros sistémicos). En general, las medidas sobre los movimientos de capital deberían ser parte de paquetes más amplios, que incluyan las políticas monetaria, cambiaria, de

6 Las transacciones sobre las que se pueden imponer controles de capital (temporalmente y de forma proporcional a los riesgos) se agrupan en dos listas. La mayoría de las medidas macroprudenciales quedan fuera del campo de acción de este código.

7 Un principio básico en este sentido es que el uso de las MGC debería hacerse cuando se han agotado otras vías de política económica, pero pueden ser útiles también en determinadas circunstancias (un país está en crisis o ante una crisis inminente, etc.). También puede ser útil su uso en conjunto con políticas macroeconómicas si estas últimas tardan tiempo en ofrecer resultados.

gestión de reservas y prudencial apropiadas. En 2016 y 2017, el G-20 ha retomado en su agenda el análisis y seguimiento de los flujos de capital y sus riesgos, con énfasis en aspectos como el logro de una mayor coherencia en las orientaciones de las organizaciones internacionales sobre las medidas de gestión de los flujos de capitales, especialmente las MMP.

Conclusión

Las últimas décadas han puesto de manifiesto cómo la globalización de los mercados financieros es un proceso que supone importantes retos para la comunidad internacional. De hecho, los flujos de capital transfronterizos conllevan importantes beneficios para las economías receptoras, pero pueden ser también una fuente de volatilidad y riesgos, sobre todo para los países con unas instituciones de baja calidad y unos mercados financieros locales insuficientemente desarrollados. En este contexto, las recomendaciones de los organismos internacionales apuntan a la necesidad de fomentar en las economías receptoras de estos flujos (y, en particular, en los países emergentes) un entorno macroeconómico estable e instituciones sólidas que atraigan flujos de capital permanentes. En circunstancias muy concretas, y con carácter temporal, puede ser necesaria la ejecución de medidas de gestión de flujos, que deberían ser un complemento —y nunca un sustituto— de reformas estructurales y de los ajustes macroeconómicos que necesiten las economías.

9.2.2017.

BIBLIOGRAFÍA

- AHMED, S., B. COULIBALY y A. ZLATE (2015). *International Financial Spillovers to Emerging Market Economies: How Important Are Economic Fundamentals?*, International Finance Discussion Papers, n.º 1135, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- ALBEROLA, E., A. ERCE y J. M. SERENA (2016). «International Reserves and Gross Capital Flow Dynamics», *Journal of International Money and Finance*, vol. 60, pp. 151-171.
- ALONSO, I. (2015). *Institutional Drivers of Capital Flows*, Documentos de Trabajo, n.º 1531, Banco de España.
- BLUEDORN, J., R. DUTTAGUPTA, J. GUAJORDO y P. TOPALOVA (2013). *Capital Flows are Fickle: Anytime, Anywhere*, IMF Working Paper, n.º 13/183, agosto.
- BRUNO, V., y H. S. SHIN (2015). «Capital Flows and the Risk-taking Channel of Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics*, vol. 71, pp. 119-132.
- CABALLERO, R. J., E. FARHI y P. O. GOURINCHAS (2015). *Global Imbalances and Currency Wars at the ZLB*, NBER Working Paper, n.º 21670.
- CERUTTI, E., S. CLAESSENS y D. PUY (2015). *Push Factors and Capital Flows to Emerging Markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Fundamentals*, IMF Working Paper, n.º 15/127, junio.
- CHINN, M. D., y H. ITO (2006). «What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions», *Journal of Development Economics*, 81, pp. 163-192.
- COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM (CGFS) (2009). *Capital Flows and Emerging Market Economies*, CGFS Papers, n.º 33.
- EICHENGREEN, B., y P. GUPTA (2014). *Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets*, Policy Research Working Paper Series, n.º 6754, The World Bank, enero.
- (2016). «Managing Sudden Stops», mimeo, presentado en el 14th Emerging Markets Workshop: «Spillovers and spillbacks from major transitions in the global economy», noviembre, Banco de España.
- FMI (2016). *Capital Flows-Review of Experience with the Institutional View*, noviembre.
- FRATZSCHER, M. (2012). «Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis», *Journal of International Economics*, vol. 88, n.º 2, pp. 341-356.
- FRATZSCHER, M., M. LO DUCA y R. STRAUB (2013). *On the International Spillovers of US Quantitative Easing*, DIW Berlin Discussion Paper, German Institute for Economic Research.
- FUERTES, A., y J. M. SERENA (2015). *How firms borrow in international bond markets: securities regulation and market segmentation*, Documentos de Trabajo, n.º 1603, Banco de España.
- FURCERI, D., y P. LOUNGANI (2015). *Capital Account Liberalization and Inequality*, IMF Working Paper, n.º 15/243, noviembre.
- GHOSH, A., M. QURESHI, J. KIM y J. ZALDUENDO (2014). «Surges», *Journal of International Economics*, vol. 92, n.º 2, pp. 266-285.
- GOURINCHAS, P., y O. JEANNE (2013). «Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle», *Review of Economic Studies*, vol. 80, pp. 1484-1515.
- HOGGARTH, G., C. JUNG y D. REINHARDT (2016). *Capital Inflows-the Good, the Bad and the Bubbly*, Financial Stability Papers 40, octubre, Bank of England.
- IRC TASK FORCE ON IMF ISSUES (2016). *Dealing with large and volatile capital flows and the role of the IMF*, ECB Occasional Paper Series, septiembre.
- KOSE, A., E. PRASAD, K. ROGOFF y S. WEI (2009). *Financial Globalization: A Reappraisal*, IMF Staff Papers, vol. 56, n.º 1, pp. 8-62, abril.

- MIRANDA-AGRIPPINO, S., y H. REY (2015). *World Asset Markets and the Global Financial Cycle*, NBER Working Paper, n.º 21722, noviembre.
- MISHKIN, F. (2007). «Globalization and Financial Development», Speech to the New Perspectives on Financial Globalization Conference, Washington, DC.
- OBSTFELD, M. (2005). «Reflections upon rereading 'The Capital Myth'», mimeo.
- PRASAD, E., R. RAJAN y A. SUBRAMANIAN (2007). «Foreign Capital and Economic Growth», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 38, n.º 1, pp. 153-230.
- REY, H. (2015). *Dilemma not Trilemma: The global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*, NBER Working Paper, n.º 21162, mayo.
- RODRÍK, D. (2007). «How to Save Globalization From Its Cheerleaders», *The Journal of International Trade and Diplomacy*, vol. 1, n.º 2, pp. 1-33.
- RODRÍK, D., y A. SUBRAMANIAN (2009). *Why did Financial Globalization Disappoint?*, IMF Staff Papers, vol. 56, n.º 1, pp. 112-138.
- SARNO, L., I. TSIKAS y B. ULLOA (2016). «What Drives International Portfolio Flows?», *Journal of International Money and Finance*, vol. 60, Issue C, pp. 53-72.
- TURNER, A. (2010). «After the crisis: Assessing the Costs and Benefits of Financial Liberalization», *14th Chintaman Deskmukh Memorial Lecture*, Reserve Bank of India.
- WORLD BANK (1997). «Private Capital Flows to Developing Countries: the Road to Financial Integration», *World Bank Policy Research Report*, Washington, DC.