

Recuadro I.1: Flujos de capital y estabilidad financiera

Las crisis financieras de las décadas de los ochenta y noventa en Asia y Latinoamérica demostraron que, si bien los flujos de capital generan beneficios para las economías receptoras, también conllevan importantes desafíos para la estabilidad macroeconómica y financiera. En este contexto, el objetivo de este recuadro es detallar estos desafíos para la estabilidad financiera.

En general, la literatura se ha concentrado en los desafíos *macroeconómicos* que plantean los flujos netos de capital. La evidencia empírica muestra que los períodos de grandes inlfujos netos estarían asociados con una apreciación de la moneda; riesgo de sobrecalentamiento; e incrementos en los déficits de cuenta corriente, que exponen a la economía a los riesgos de una *reversión abrupta* (Cowan et al., 2006; Reinhart y Reinhart, 2008). Si bien los ejemplos más destacados son la *crisis del tequila* en 1994-95 y la *crisis asiática* en 1997-98, los finales abruptos de estos episodios son mucho más generales. Por ejemplo, Cardarelli et al. (2010) estiman que el 30% de episodios de inlfujos significativos finaliza con una reversión abrupta, y el 15% de los casos coincide con una crisis de balanza de pagos.

Sin embargo, aunque los flujos netos son particularmente relevantes desde una perspectiva macroeconómica, la composición de estos flujos también es importante desde una perspectiva de estabilidad financiera. Flujos netos equilibrados pueden ocultar cambios importantes en el nivel y composición de los flujos brutos —por ejemplo, en la estructura de la deuda en términos de madurez y moneda de denominación. Los principales riesgos para la estabilidad financiera asociados a los mayores flujos brutos de capital incluyen: la generación de descalces cambiarios y de plazo; auges de crédito que lleven a un deterioro de la calidad del crédito; y desalineamientos de precios de los activos locales. A continuación, se describen algunos de los mecanismos a través de los cuales se pueden gestar dichas vulnerabilidades.

a) Descalces cambiarios y de plazo

Las instituciones bancarias están expuestas a descalces de plazo por una característica inherente a la intermediación:

los bancos se dedican a la transformación de los plazos de la deuda. Estos descalces se exacerbaban como consecuencia de fallas de mercado asociadas con información asimétrica y riesgo moral —seguros de depósitos, internalización parcial del riesgo sistémico, etc.—, que inducen a los bancos a asumir un riesgo excesivo (Calvo et al., 1996; McKinnon y Pill, 1998; Rodrik y Velasco, 1999; Korinek, 2007)^{7/}. En el caso de las empresas, las principales fricciones que pudiesen llevar a una excesiva exposición al riesgo de liquidez provienen de no internalizar correctamente las implicancias sistémicas de sus decisiones de endeudamiento, y de la asimetría de oportunidades de financiamiento entre distintos sectores de la economía (Aoki et al., 2009; Caballero y Krishnamurthy, 2001 y 2006; Tornell y Westermann, 2002)^{8/}. En el caso particular de los descalces de moneda, cabe indicar que éstos también pueden asociarse con una subestimación de la volatilidad cambiaria —*peso problem*, por ejemplo— y, por motivos similares, es probable que sean más frecuentes en economías con tipo de cambio fijo o administrado (Ize y Levy-Yeyati, 2005; Levy-Yeyati, 2006).

b) Expansión del crédito interno con un deterioro del riesgo de crédito^{9/}

Nuevamente, la presencia de riesgo moral asociado con algún tipo de fricción es un elemento clave para que un ambiente de abundante oferta de financiamiento externo genere una

^{7/}Tornell y Westermann (2002) presentan evidencia que apoya la existencia de estas imperfecciones.

^{8/}El mecanismo se basa en que, mientras el sector transable accede a diversas fuentes de financiamiento externo, el sector no transable depende mucho del crédito bancario local. Por ende, los bancos están más expuestos al sector no transable, generando descalce cambiario.

^{9/}Estos riesgos no solo se observan en mercados financieros poco desarrollados, sino que también pueden presentarse en economías avanzadas. Por ejemplo, en España, o incluso en el sistema financiero estadounidense, grandes inlfujos observados antes de la crisis podrían haber sido un factor tras el deterioro de las normas de préstamo (Mendoza y Terrones, 2008; Furceri et al., 2011).

expansión de crédito excesiva. Por ejemplo, Borio et al. (2001) plantean el mecanismo de relajamiento de estándares crediticios basado en una subestimación de los riesgos^{10/}; Lorenzoni (2008) destaca la presencia de una garantía implícita del gobierno; mientras que, tal como se detalla más adelante, el crecimiento excesivo del crédito también puede ser impulsado por mecanismos de amplificación financiera^{11/}.

c) Desalineamiento de precios de activos

Las imperfecciones de mercado que pueden llevar a que los flujos de capital afecten el precio de los activos financieros son varias: selección adversa, monitoreo imperfecto o externalidades (Aoki et al., 2009; Krugman, 1998; Korinek, 2010; Bianchi, 2010), pero en cada caso la historia es similar. En economías con bajo desarrollo financiero o, de manera más general, con fricciones que limiten el arbitraje entre activos, los flujos podrían conducir a potenciales desalineamientos de los precios respecto de sus fundamentos económicos.

Las vulnerabilidades financieras antes descritas están interrelacionadas y sujetas a potenciales mecanismos de retroalimentación. En efecto, si el límite de crédito de los agentes se ve afectado por el precio de sus activos, el incremento inicial de precios, generado por la entrada de capitales, aumentaría el límite de crédito y, en la medida en que dicho crédito se destinara a invertirse nuevamente en activos, su precio aumentaría aún más, generando nuevamente un mayor límite crediticio, y así sucesivamente.

Por otra parte, las vulnerabilidades descritas en este recuadro están más fuertemente asociadas a un cierto tipo de influjo. Los descalces de plazo, dada su naturaleza, se encuentran estrechamente vinculados a deuda de corto plazo. En tanto, la expansión del crédito se encuentra relacionada, en primera instancia, con los flujos tanto de deuda bancaria como de bonos emitidos en el exterior por los bancos (Shin, 2010). Por último, el desalineamiento en el precio de los activos locales puede ser fomentado inicialmente por flujos de portafolio de activos específicos. Por ejemplo, flujos brutos de renta variable podrían conducir a un aumento de precios en el mercado accionario (Olaberria, 2011). Por último la composición de los flujos también es relevante en términos de observar una reversión abrupta de capitales, ya que esta es más probable cuando la fracción de flujos de corto plazo —portafolio o deuda bancaria— es alta en relación a la inversión extranjera directa (Calvo et al., 1996; Rodrik y Velasco, 1999 y Wei, 2006).

Finalmente, es importante destacar que la gestación de las vulnerabilidades financieras descritas previamente constituye por sí misma un elemento de riesgo y tiene el potencial de amplificar el impacto de una reversión abrupta de flujos de capital gatillada por factores externos^{12/}. En este sentido, y dadas las posibles implicancias de la entrada de capitales, es necesario realizar un análisis, continuo y detallado, de los factores específicos a cada economía que podrían propiciar la gestación de tales vulnerabilidades, así como la existencia de potenciales mitigantes —como regulación y profundidad de mercado, entre otros.

^{10/} Delgado y Saurina (2004) presentan evidencia empírica de este mecanismo para el caso de España.

^{11/} Mendoza y Terrones (2008) encuentran que los *booms* de crédito son mucho más frecuentes en economías con tipo de cambio fijo o administrado.

^{12/} Por ejemplo, Park (2010) plantea que los descalces de moneda y plazo son una fuente potencial de inestabilidad financiera y pueden amplificar el impacto de una reversión abrupta de los influjos de capital.