

# Estabilidad y flujos de capital en el modelo de economía abierta

Alejandro Nadal

Programa sobre ciencia, tecnología y desarrollo

(PROCIENTEC)

El Colegio de México

Conferencia "Nuevos caminos para el desarrollo sustentable en México"

El Colegio de México

20 y 21 de Octubre del 2003

## INTRODUCCION

¿Necesita más reformas y más tiempo el modelo neoliberal en México?

Términos del debate actual sobre reformas estructurales

La crítica basada en el pobre desempeño de la economía mexicana no parece ser suficiente

Es necesario examinar los modelos teóricos ("la mejor teoría disponible")

"Las decisiones sobre apertura financiera, ¿se toman sobre la base de la mejor teoría económica disponible y la mejor evidencia empírica?

O, por el contrario, ¿responden a las prioridades de otra agenda, compuesta de intereses creados?"

Joseph Stiglitz *World Development* (2000)

La tarea se complica: "Macroeconomic theory is in a state of flux": varios autores

¿Qué se dice de la apertura financiera?

## Flujos de capital: ¿bendición o maleficio?

### Positivo:

- a) Revela confianza de la comunidad inversionista sobre los "fundamentos"
- b) Menos restricciones sobre la soberanía que la deuda tradicional
- c) Ahorro externo para el crecimiento y empleo
- d) Diversificación fuentes de financiamiento y mejor asignación de recursos
- e) Mercados financieros proveedores de liquidez internacional de manera ordenada y eficiente

### Malas noticias:

- a) Desarreglos y volatilidad en el mercado cambiario
- b) Reducción de margen de acción para la política monetaria
- c) Deterioro de la balanza comercial
- d) Asociados a caídas en el ahorro doméstico
- e) Alimentan burbujas especulativas (mercado bursátil, bienes raíces)
- f)  $F_K$  procíclicos → inestabilidad
- g) Asociados a crisis financieras

## **Crisis Financieras**

Ejemplos de crisis financieras asociadas a flujos de capital de corto plazo:

1. Chile 1983
2. Sistema monetario europeo 1992
3. México 1994
4. Tailandia, Malasia, Corea 1997-1998
5. Rusia 1998
6. Brasil 1998
7. Turquía 2001
8. Argentina 2000-2001

A pesar de todas las crisis, las instituciones financieras internacionales todavía recomiendan mantener la apertura financiera

(Aunque aparecen algunas voces discordantes)

Frente a la evidencia de las crisis financieras, cada vez más frecuentes y severas, ¿cuál es la defensa de la apertura financiera?

Crisis son reflejo de fallas de mercado o

Fallas de gobernabilidad financiera

Riesgo moral y corrupción (“crony capitalism”)

Interferencias exógenas al mercado afectan el comportamiento de agentes maximizadores (afectan su cálculo de riesgo)

Se distorsiona la capacidad de los mercados financieros para asignar los recursos

Errores de instrumentación de la apertura (el modelo está bien, los políticos están mal)

La “mejor teoría económica” justifica la apertura financiera ilimitada

¿Qué resultados se obtienen en los modelos macroeconómicos con apertura comercial y financiera?

Análisis del comportamiento de los modelos: útil para desentrañar efectos de regulaciones a flujo de capitales a la entrada y la salida

**Modelo Mundell Fleming**

**Modelo Nueva Macroeconomía Clásica**

**Modelo Nueva Macroeconomía Keynesiana**

Contradicciones internas del modelo de economía abierta

## Modelo Mundell Fleming

Curva IS-XM  $Y = Z(Y, t, TR, r, G) + XM(e, P^*, P, Y^*, Y)$

Curva LM  $\frac{L^s}{P} = L(Y, r) \quad \frac{\partial L}{\partial Y} > 0 \quad \frac{\partial L}{\partial r} < 0$

Curva de la balanza de pagos SBP

$$SBP = \frac{P}{e} XM(e, P^*, P, Y^*, Y) + K(r, r^*, E) = 0$$

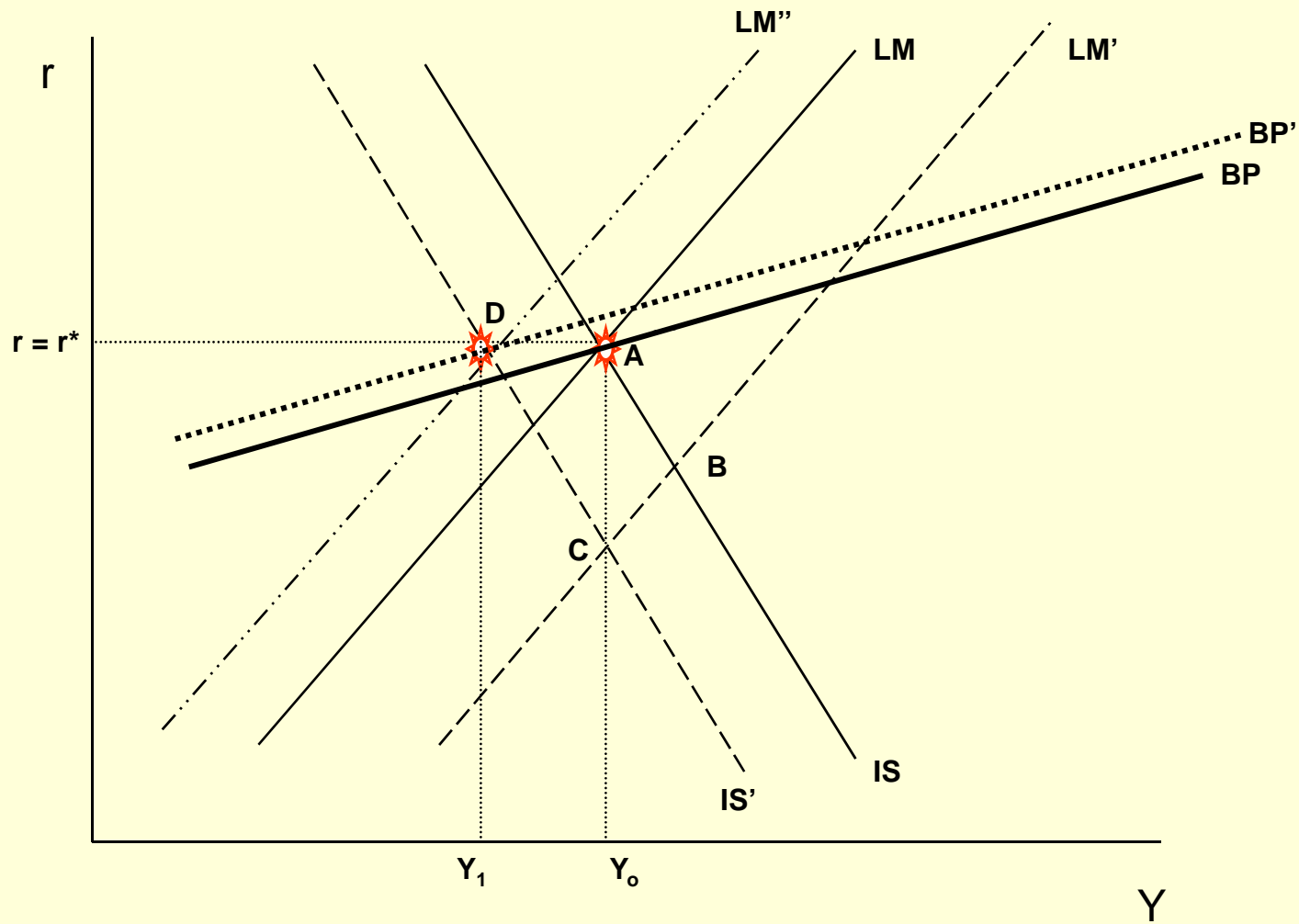
La cuenta de capital

$$K = K(r, r^*, E) \quad \frac{\partial K}{\partial r} > 0 \quad \frac{\partial K}{\partial r^*} < 0 \quad \frac{\partial K}{\partial E} > 0$$

$E \neq$  paridad descubierta de tasas de interés:  $r = r^* + de^E/dt$

Suponemos que  $de^E/dt \neq 0$

# Perturbación en la cuenta de capital: ajuste en el modelo Mundell Fleming



## Interpretación

No hay esterilización

Se cumplen las condiciones Marshall Lerner

Paso de A → C es por  $K = K(r, r^*, E)$

El punto D es el equilibrio externo a costa de la contracción (¿México 1995?)

Primera Sorpresa: después de un proceso de ajuste, el nivel de actividad se reduce

Segunda Sorpresa: hay espacio para una política económica expansiva

En el proceso: apreciación exagerada de activos en mercado bursátil, burbuja en mercado de bienes raíces, endeudamiento en divisas, quiebras, contracción gasto público, disparo en las tasas de interés → más quiebras, crisis generalizada de pagos, bancos en problemas

Deficiencias: se necesita incorporar el efecto de la devaluación sobre los insumos importados y sobre los salarios.

Es necesario utilizar un modelo completo con la oferta agregada

Candidatos: NMC, NMK

## Modelo de la Nueva Macroeconomía Clásica (NMC)

Supuestos:

Expectativas racionales

Tasa natural de desempleo

Movilidad casi perfecta de capitales

Tipo de cambio: flotante

Flujo de capitales:  $K = K(r, r^*, E)$

## Modelo de la Nueva Macroeconomía Clásica (NMC)

**Curva DA**  $Y^d = DA(P, t, TR, G, L^s, e, P^*, Y^*)$

$$\left. \frac{dP}{dY} \right|_{DA} < 0$$

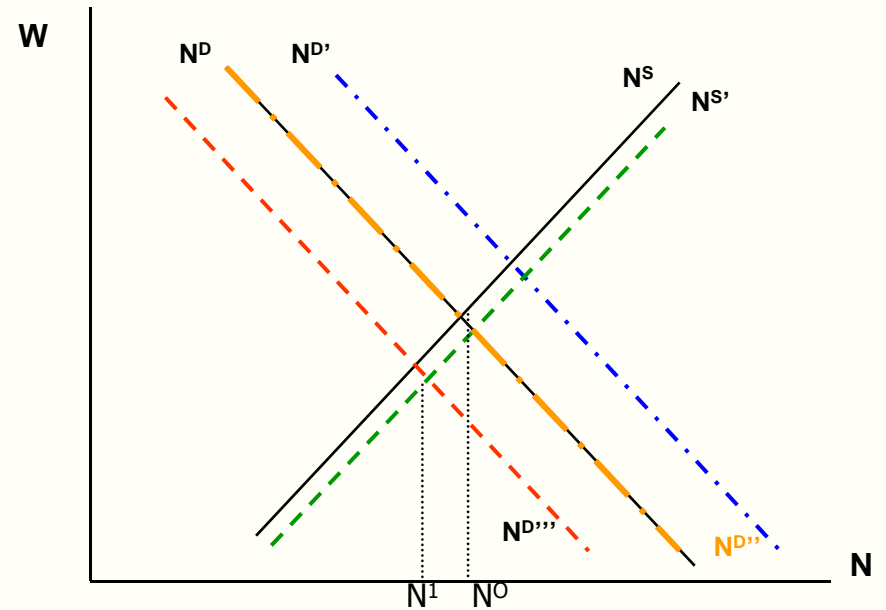
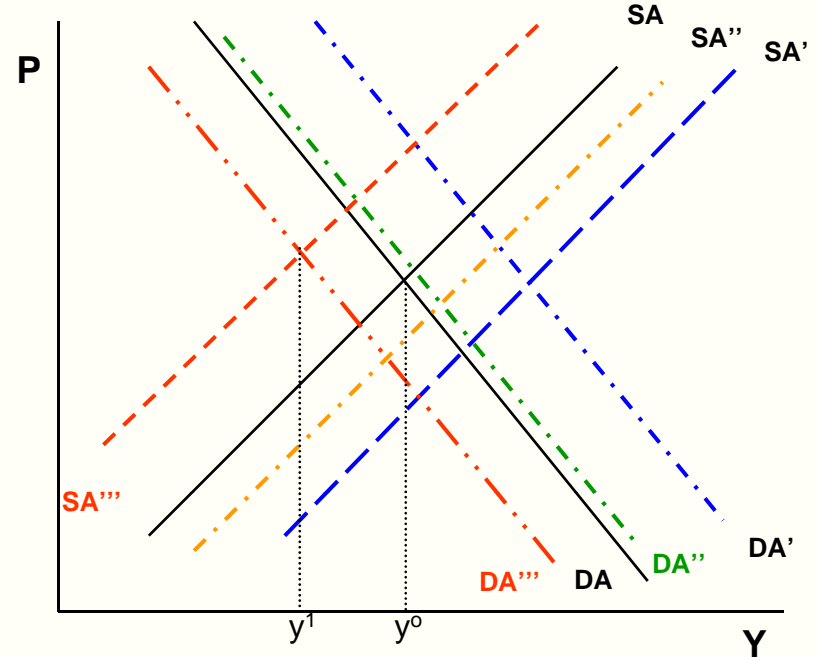
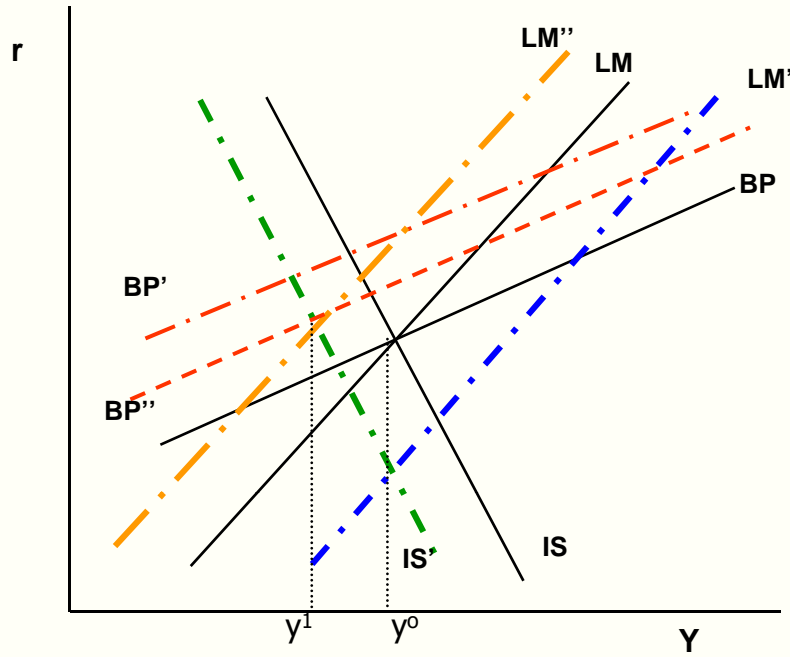
A. Curva ISXM  $Y = Z(Y, t, TR, r, G) + XM(e, P^*, P, Y^*, Y)$

B. Curva L<sup>S</sup>  $\frac{L^s}{P} = (Y, r)$

**Curva SA**  $Y^s = SA(P, P^E, P^{*E}, e^E, K_{-1})$

$$\left. \frac{dP}{dY} \right|_{SA} > 0$$

## Perturbación en la cuenta de capital: Nueva Macroeconomía Clásica



### Mercado laboral

$$N^S \equiv g_{C(N)} = \frac{W}{(P^E)^\sigma (P^{*E} e^E)^{1-\sigma}}$$

$$N^D \equiv f(N) = \frac{W}{P}$$

$$P^E = E(P|\Omega_{-1})$$

$$P^{*E} = E(P^*|\Omega_{-1})$$

$$e^E = E(e|\Omega_{-1})$$

## Interpretación

Se cumplen todas las condiciones del modelo

Condiciones Marshall Lerner se cumplen: son insuficientes (condición de estabilidad del mercado cambiario solamente; no pueden asegurar estabilidad del equilibrio en el esquema DA-SA)

El único elemento nuevo es la función del saldo de la cuenta de capital

Efectos de los precios transmitidos al mercado laboral y (por la función de producción agregada) al esquema DA-SA

No se toman en consideración los insumos importados, utilización de ancla cambiaria, esterilización

La perturbación no desencadena fuerzas que permiten restaurar el equilibrio inicial

El equilibrio inicial no es estable desde ese punto de vista

Conclusión sorpresa: el mismo modelo revela que sería interesante hacer algo con respecto a los flujos de capital

**La pregunta es: ¿Cómo vivir en un mundo de mercados financieros interdependientes, con altos niveles de liquidez y volatilidad?**

Regulaciones sobre flujos de capital pueden ayudar, aunque no son una panacea

Objetivos de regulación de flujos de capital:

1. No frenar financiamiento y uso de ahorro externo
2. Afectar composición de flujos de capital
3. Atenuar volatilidad cambiaria
4. Detener burbujas especulativas en lo interno (bolsa, bienes raíces)
5. Evitar apreciación artificial y deterioro de la cuenta corriente
6. Evitar mantener un nivel artificial (alto) de las importaciones
7. Mejorar la composición de los flujos de capital: menor especulación y mayor inversión productiva
8. Recuperar control sobre la política monetaria (por ejemplo para utilizarla de manera anti-cíclica)

¿Qué tipo de regulaciones? Reglas sobre entrada y salida de capitales, basadas en precios y mecanismos cuantitativos

Ejemplos: Chile y Malasia

## CASO CHILENO

En el período inmediato anterior a los controles (1989-1991) se aplicó esterilización pero no fue suficiente; apreciación cambiaria excesiva → se recurrió a regulación sobre la cuenta de capital

**1991:** las entradas de capital estuvieron

- sujetas a encaje no remunerado (20% del total) en el Banco central (depósito en divisas) durante tres meses
- pago al banco central del costo de oportunidad del depósito (especie de "impuesto Tobin" muy alto e indizado con tasas de interés internacionales para jugar papel anti-cíclico)

**1991:** el plazo se extendió a 12 meses

**1995:** fortalecimiento de los controles a los flujos de capital: encaje no remunerado sube a 30% del monto total

**1995 (hasta 2000):** requisito de permanencia en el espacio económico chileno (un año)

## Caso Chileno: efectos de las regulaciones

### Indicadores sobre cuentas externas

- Montos: reducción, pero sólo en el corto plazo
- Composición de la inversión extranjera: aumentó la IED
- Tipo de cambio: la apreciación no se detuvo (reservas aumentaron) (crisis asiática 1997 frenó esa tendencia)
- Deuda externa: mejora perfil de vencimientos

### Indicadores macroeconómicos domésticos

1. Tasas de interés: *controles coexisten con* tendencia a la baja en las tasas reales al sector privado
2. Intermediación financiera: *coexisten con* reducción de márgenes de intermediación
3. Indicador bursátil: estabilización cotizaciones bursátiles (recuperación y crisis asiática)
4. Mercado de bienes raíces: estabilización del índice de cotizaciones y terminación de burbuja especulativa

## **CASO MALASIA**

Naturaleza de las regulaciones: contrario al caso chileno, en Malasia se imponen controles CUANTITATIVOS

**1993:** se imponen reducciones de tasas de interés pasivas en términos reales (de 4.2% a 0.93%) y activas (de 6.2% a 1.8%) para reducir flujos basados en arbitraje

**1994:** se imponen restricciones a los niveles de endeudamiento en divisas de todo el sistema bancario y los grandes grupos corporativos

**finales 1994:** eliminación de controles

**1995:** se mantienen bajas tasas de interés activas y pasivas para desincentivar arbitrajes

## **Caso Malasia: efectos de las regulaciones**

Cautela en la evaluación: los controles estuvieron en pie muy poco tiempo y la crisis de 1997 sobrevino tan rápidamente que es difícil evaluar el efecto de estos controles (sobre todo, su efecto sobre la recuperación después de la crisis)

Montos del flujo de capitales: reducción dramática (caída de 20% a 5% del PIB en un año) y lenta recuperación

Composición de los flujos: se redujo inversión en cartera, aumentó IED y se redujo "errores y omisiones"

Tipo de cambio: se estabilizó apreciación en corto plazo

Calendario de vencimientos: mejoría

### Indicadores macroeconómicos domésticos

Tasas de interés: reducción

Intermediación financiera: n.d.

Indicador bursátil: aumentó 240% el año 1993 y cayó 30% en 1994; recuperación cuando se eliminan los controles

Mercado de bienes raíces: se mantuvo la tasa de interés a los préstamos baja, se estabilizó el flujo de capitales en 1995; pero un año después eso alimentó la burbuja especulativa en BR

## Balance

Regulaciones sobre flujos de capital es un tema que merece más atención

No deben ser consideradas panacea

Deben formar parte de un paquete

En el caso de México, ¿ya desapareció el problema?

Evitar el síndrome de los generales que se preparan para pelear la última guerra

La brecha de divisas se volverá a abrir con un nuevo episodio de crecimiento y los flujos de capital pueden ser la forma de cerrarla