

# Flujos de Capital en la India: Administración e impactos Macroeconómicos <sup>1</sup>

---

Katia Cobarrubias Hernández\*

*En este artículo se exploran los efectos económicos de los flujos de capital recibidos por la economía india después de haber liberalizado la cuenta de capital de la balanza de pagos, en la que se pretende contribuir a la comprensión de la experiencia de la India con respecto a la apertura de los flujos de capital externo y con ello, aportar elementos sobre el modo en que determinados instrumentos de regulación y control, y determinadas respuestas de política económica, pueden moderar los efectos negativos de los flujos en términos de inestabilidad, distorsión de los precios relativos, vulnerabilidad de los sectores financiero y bursátil, entre otros.*

No. 2 / Vol. 140 / Jul.-Dic. / 2006

## Introducción

AL O LARGO de los últimos quince años, no pocas economías subdesarrolladas de América Latina y Asia, que liberalizaron los movimientos de capital externo, se expusieron a la volatilidad de estos flujos y sufrieron costosas crisis financieras. Tales crisis fueron precipitadas por la vulnerabilidad externa que estos países mostraban, a partir del deterioro que la propia entrada de estos flujos indujo en variables como el déficit externo, el tipo de cambio, los índices bursátiles, entre otras.

---

\* Profesora del Centro de Estudios sobre Estados Unidos, Universidad de La Habana.

Esta investigación centra su atención en el caso de la India, país que durante la década del noventa acometió una importante reestructuración económica, orientada hacia un mayor protagonismo de los mecanismos de funcionamiento del mercado. Como parte de las reformas estructurales, se introdujeron medidas para la liberalización de los flujos de capital externo. A partir de ese momento la India experimentó un crecimiento acelerado de las afluencias de inversión extranjera, ubicándose en la actualidad entre los principales receptores de este tipo de financiamiento.

Así, el objetivo de esta investigación se orientó a analizar el impacto de la política india en materia de atracción de capital externo durante 1991-2005 y los efectos macroeconómicos de dichos flujos, tomando como referencia las experiencias de otras economías subdesarrolladas. Se examina el comportamiento de variables como el déficit de cuenta corriente, las reservas de divisas internacionales, el tipo de cambio real, indicadores relacionados con la oferta monetaria e indicadores de los mercados de capital. Se intenta demostrar que la India no ha estado expuesta al mismo grado de vulnerabilidad financiera externa que otros países subdesarrollados debido, fundamentalmente, a la administración prudente de la cuenta de capital y a la respuesta de política de las autoridades monetarias, durante el período pos-reformas.

### **India: Reformas y tendencias de los flujos de capital (1991-2005). Rasgos principales del proceso de reformas en los años noventa**

En la década del ochenta el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) indio fue superior al 5% como promedio anual.<sup>2</sup> Este mayor dinamismo económico estuvo acompañado por crecientes déficit fiscales y de cuenta corriente, y una deuda externa también abultada. Entre finales de 1989 y principios de 1991 una combinación de eventos políticos en la India y en el exterior<sup>3</sup> acentuó los desequilibrios macroeconómicos hasta producir una aguda crisis de balanza de pagos en el año 1990-1991.<sup>4</sup>

Esta crisis marcó un punto de inflexión en la política económica de la India. En julio de 1991, con el gobierno reformista de Narasimha Rao y tras haber recibido financiamiento del Fondo Monetario Internacional (FMI), se tomaron simultáneamente diversas medidas de estabilización macroeconómica y ajuste

estructural. De esta forma, en la India la respuesta macroeconómica a la crisis fue la respuesta clásica, consistente en el ajuste macroeconómico del excesivo déficit del presupuesto público y de la balanza de pagos.

Las políticas estructurales perseguían eliminar o reducir significativamente los controles estatales sobre la inversión, la producción y los precios, así como la presencia de las agencias gubernamentales en la actividad económica. Además, se pretendía abrir la economía a la competencia externa para que los precios relativos internacionales guiaran las decisiones de los agentes económicos. La liberalización del sector financiero, reduciendo los controles sobre el sistema bancario, permitiendo la diversificación de instituciones financieras y la participación extranjera, era otro de los propósitos de las reformas estructurales.<sup>5</sup>

La aproximación india a la liberalización tiene claras similitudes con la aproximación estándar. Sin embargo, después de los grandes cambios de política entre 1991 y 1993 el programa de liberalización experimentó una desaceleración, que tuvo entre sus causas la oposición interna. Los más de seis gobiernos en el poder desde 1991 no han revertido ninguna de las medidas del programa de reformas y en general, se ha adoptado una implementación gradual para aumentar su amplitud y profundidad.

### **La liberalización de la cuenta de capital**

La política con respecto a los flujos financieros internacionales se distanció notablemente de la que se había seguido hasta el momento. Hasta mediados de los ochenta la India mantuvo fuertes restricciones sobre las entradas de capital extranjero. Existían controles administrativos como la prohibición de la compra de activos extranjeros por residentes y estrictos límites sobre el endeudamiento comercial del sector privado. Iguales restricciones existían para la inversión extranjera directa (IED), mientras que la inversión en cartera por no residentes no era permitida.

A raíz del proceso de reformas, una comisión gubernamental recomendó tomar medidas para asegurar una cuenta de capital diversificada, mediante el estímulo de los flujos no generadores de deuda, especialmente la IED, la regulación

estricta de los préstamos de carácter comercial, principalmente los de corto plazo, la liberalización gradual de las salidas de capital, entre otras.

Las medidas de liberalización de la cuenta capital comenzaron a introducirse en el mismo año 1991, cuando con la Nueva Política Industrial, se relajaron las regulaciones en cuanto a los límites de inversión extranjera y se simplificaron los procedimientos de aprobación en algunas industrias. A ello le siguió la liberalización de los flujos de inversión en cartera y de las salidas de capital por compañías radicadas en la India. También ha habido una liberalización gradual de los diferentes tipos de préstamos a que pueden acceder las empresas, fortaleciendo, al mismo tiempo, los incentivos para los préstamos de mayores plazos.

Aunque el Banco Central de la India (Reserve Bank of India, RBI) ha continuado relajando las restricciones a que están sujetos los agentes económicos residentes y no residentes y las instituciones financieras, se considera que el proceso de liberalización de los flujos de capital ha sido prudente, a partir de la implementación de controles directos o administrativos. Destacan entre ellos, el establecimiento de niveles máximos para las tasas de interés, niveles máximos anuales para la deuda comercial, los préstamos de corto plazo, los bonos y otras modalidades de inversión en cartera. También se prohíbe que el gobierno acceda a préstamos de acreedores privados<sup>6</sup>. En general, la gestión de la cuenta capital india se ha descrito como de “imposición selectiva y relajación parcial de controles”.<sup>7</sup>

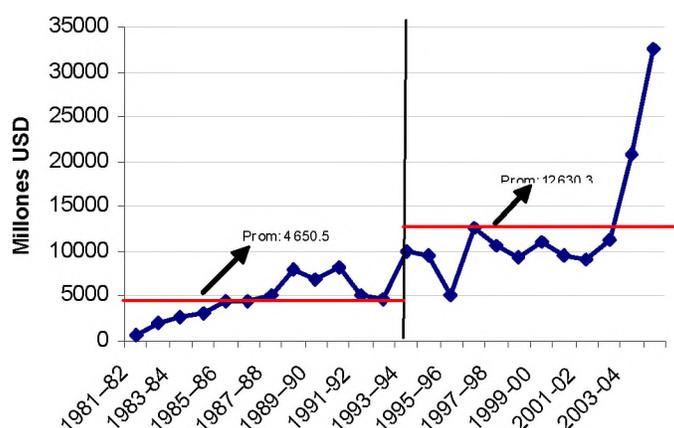
### **El financiamiento externo en el período pos-reformas**

En los años posteriores a las primeras medidas, se observó una súbita entrada de inversiones extranjeras privadas<sup>8</sup>, modificando el panorama de los ochenta, cuando los flujos de deuda constituían el grueso del financiamiento externo y las inversiones extranjeras eran poco significativas en términos absolutos y relativos.

A partir del año 1993-1994, estos flujos se han mantenido siempre por encima de los 8 000 millones de dólares anuales (excepto en el año 1995-1996). La mayor disponibilidad de financiamiento externo se hace notable si se observa que el promedio de los flujos anuales de capital

entre 1993 y 2005 fue de 12.630 millones de dólares, mientras que entre 1981 y 1993 fue de 4 650 millones de dólares (Gráfico 1).

**Gráfico 1**  
**India: Flujos Netos de Capital (1981-2005)**



En los últimos años no solo ha habido un mayor volumen de afluencias de capital hacia la India, sino también un cambio en la composición de este financiamiento. En los años noventa y hasta 2005, se mantuvo el carácter privado de los flujos, pero aumentó considerablemente la participación del financiamiento no generador de deuda (inversión privada directa y en cartera).

Entre 1993 y 2005, los **flujos no generadores de deuda** representaron, como promedio, el 52,8% de los flujos netos de capital, en comparación con 1,2% en el año 1990-1991. La IED y la inversión en cartera pasan a ser las corrientes de mayor peso relativo en el total, con 25,3% y 27,5% como promedio, respectivamente. En 1990-1991, representaban solo el 1,1% y el 0,1%. Debe anotarse que no obstante ser el segundo flujo en importancia en cuanto a su peso relativo, la IED representa solo un cuarto de las afluencias netas de capital.

Según el informe *Global Development Finance 2005* del Banco Mundial, la India es uno de los pocos países donde se ha concentrado la mayor parte del volumen de IED e inversión en cartera que ha afluído a los subdesarrollados en los últimos años. Sin embargo la relación entre la inversión extranjera y el PIB, es pequeña en comparación con otros países “emergentes”. El nivel más alto que ha presentado la inversión extranjera total anual en relación con el PIB es de 2,7%, registrado en el año 2003-2004. Sin embargo, en otros países, solo la IED como por ciento del PIB alcanza niveles mayores. En el año 2000, por ejemplo, Viet-Nam atrajo un nivel de IED equivalente al 6,8% de su PIB, Malasia un 3,9% y China un 3,8%.<sup>9</sup>

Por otra parte, los **flujos generadores de deuda** (oficiales, privados, otra inversión) han experimentado una disminución de su participación en el total de flujos netos de capital, de 75,4% en 1990-1991, a 37,5%. Así, las corrientes oficiales, que representaron el 26,7% de los flujos de capital neto en 1990-1991, representaron el 3,5% entre 1993 y 2005. Los flujos privados, que representaban el 40,4% en 1990-91, ha representado en el último período el 16,3% y entre las corrientes denominadas como otra inversión, los depósitos de ciudadanos indios no residentes en el sistema bancario indio disminuyen en menor medida, de 18,6% a 12,5%.

En términos de stock o de **inversión acumulada**, en 2004-2005, la inversión en cartera predominaba sobre la inversión directa, con un 52,1% de la inversión extranjera acumulada desde 1990-1991. Lo anterior reafirma que prevalece aquella inversión con mayores costos asociados en términos de inestabilidad y menor relación con la formación de capital y la creación de nuevas capacidades productivas.

En el caso del **stock de deuda**, el informe anual del gobierno indio, *India's External Debt, A Status Report 2005* apunta que la deuda externa india no es en la actualidad un motivo de preocupación. Además, desde 1999, el Banco Mundial ha clasificado a la India dentro del grupo de países de bajos ingresos menos endeudados.

La política de administración de la deuda se ha basado en principios como el estímulo para la recepción de flujos de carácter concesional y otros flujos menos costosos y la preferencia por préstamos con mayores plazos de vencimiento. Además, existe un monitoreo permanente de la deuda de corto plazo y, cuando existen las condiciones, se cumple de forma prematura con los préstamos externos de alto costo.

En 2004-2005, la deuda externa india ascendía a algo más de 123 000 millones de dólares, en comparación con 83,8 000 millones en 1990-1991 (Tabla 1). En comparación con otros países subdesarrollados, el aumento del stock de deuda de la India ha sido moderado. Entre 1990 y 2003, la India acumuló una deuda equivalente a alrededor del 36% de la que poseía en 1990. Sin embargo, otros países acumularon una proporción mucho mayor: China (250%), Turquía (194,7%), Argentina (167,1%) y Filipinas (104,9%).<sup>10</sup>

Durante todo el período pos-reformas, la deuda total ha crecido a una tasa mucho menor que la del PIB, con lo que el ratio deuda/PIB ha mostrado una tendencia decreciente, ubicándose en el año 2003-2004 en un 17,8%, en comparación con un 28,7% en 1990-1991.

Una de las modificaciones más significativas es la disminución de la deuda de corto plazo de 10,2% de la deuda total en 1991, a 6,1% en 2005. Este elemento resulta muy significativo, dada la influencia que tuvo el alto nivel de deuda de corto plazo para el desencadenamiento de la crisis de balanza de pagos india en 1991 y más aún, para la crisis asiática de 1997. La proporción de deuda de corto plazo en la deuda externa total de las economías asiáticas afectadas se ubicaba entre 20 y 50%, considerablemente superior al indicador indio en la actualidad.<sup>11</sup>

**Tabla I**  
**Principales Indicadores de la Deuda Externa India**

	1990-1991	2002-2003	2003-2004	2004-2005
<b>Deuda Externa Total (millones USD)</b>	83 801	104 958	111 715	123 310
<b>Deuda Externa Total (como % del PIB)</b>	28,7	20,3	17,8	—
<b>Deuda de Corto Plazo (como % de la Deuda Total)</b>	10,2	4,4	4,0	5,7 <sup>a</sup>
<b>Ratio del Servicio de la deuda<sup>b</sup></b>	35,3	12,4 <sup>c</sup>	8,5 <sup>c</sup>	6,1 <sup>c</sup>

a: De abril a diciembre; b: Se refiere a los pagos del servicio de la deuda como proporción de los ingresos corrientes; c: Se excluyen las transacciones excepcionales, como los pagos anticipados de deuda externa de alto costo realizados en estos años.

*Fuente:* Elaborado por la autora a partir de RBI, *Handbook of Statistics on Indian Economy 2004-2005* y Ministry of Finance, *India's External Debt. A Status Report*.

En los últimos años, los pagos de servicio de la deuda, en términos absolutos, han mostrado una tendencia decreciente, favorecida por la disminución de las tasas de interés internacionales. Este hecho, en combinación con el aumento de los ingresos corrientes de la India, ha dado lugar a la disminución y consecuente mejora del ratio del servicio de la deuda, lo que se interpreta como una mayor capacidad del país para cumplir con sus obligaciones externas.

En resumen, amén de la lógica influencia que ha tenido el actual patrón de financiamiento internacional en la composición de las entradas de capital a la India, la política dirigida a estimular preferentemente los flujos de inversión, se puede valorar como efectiva dado que la participación de estos en el total de los flujos ha aumentado paulatinamente, disminuyendo la importancia de otros componentes como los préstamos oficiales y privados.

Asimismo, el examen del stock de deuda externa de la India revela que, aunque este ha mantenido una tendencia creciente en términos absolutos, los principales indicadores de sostenibilidad y liquidez han mostrado una mejoría con respecto a la difícil situación que presentaban en 1991. Estos indicadores demuestran que la deuda externa de la India es sostenible y manejable dada la actual situación económica del país. De este modo, la prudente política de administración de la deuda implementada en los últimos quince años se puede calificar como acertada dados los resultados antes expuestos.

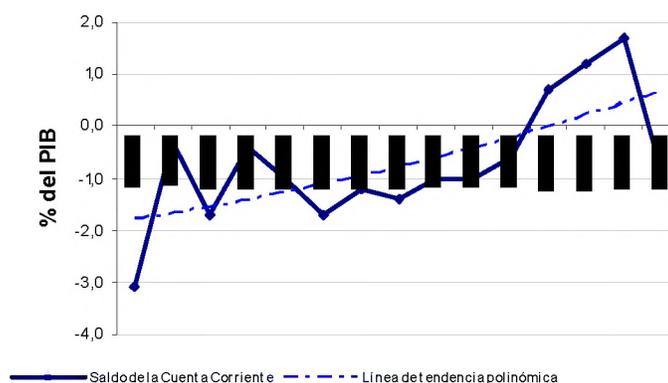
### **Efectos macroeconómicos de los flujos de capital en la India (1991- 2005)**

Absorción doméstica de los flujos de capital: cuenta corriente, ahorro, inversión y consumo.

La experiencia de países subdesarrollados de Asia y América Latina durante los noventa, indica que una mayor afluencia de capital extranjero se ha asociado con un deterioro del déficit de cuenta corriente, como resultado del incremento de la brecha ahorro- inversión. En contraste, en la India, el balance de cuenta corriente ha mostrado una franca mejoría a lo largo del período pos- reformas (Gráfico 2). Después del máximo de -3,1% del PIB alcanzado por esta cuenta durante la crisis de balanza de pagos, presentó un pequeño déficit de -0,3% en 1991-1992. Posteriormente, entre 1992 y 2001, el déficit

resultó, como promedio de -1,1% del PIB. Asimismo, entre los años fiscales 2001-02 y 2003-04, la cuenta corriente presentó superávits por primera vez desde 1977-1978.

**Gráfico 2**  
**India: Déficit de Cuenta Corriente (1990- 2005)**



*Fuente:* Elaborado por la autora a partir de RBI, *Handbook of Statistics on Indian Economy 2004- 2005*.

En la India, la evolución favorable de la cuenta corriente, ha estado asociada a factores como el comercio de servicios, que muestra un balance positivo y con tendencia creciente, principalmente determinado por el dinamismo de las exportaciones de servicios de *software*. Los fuertes ingresos por concepto de transferencias privadas, fundamentalmente remesas, también han determinado la disminución del déficit de cuenta corriente.

El comportamiento del ahorro y la inversión en los últimos años, también ha sido determinante para los bajos niveles del déficit de cuenta corriente que ha presentado la economía en la India. Tanto la inversión como el ahorro muestran una tendencia creciente en valores absolutos a lo largo del período pos-reformas: el ahorro aumentó 15,5% como promedio anual entre 1993 y 2004 y la inversión medida según la formación bruta de capital, lo hizo en 14,3%.

Sin embargo, al relacionarlos con el PIB, su comportamiento presenta características divergentes.

Aunque la tasa de ahorro se mantuvo, entre los años 1990-1991 y 2003-2004, por encima del promedio de la década del ochenta (19,5%), su aumento no fue tan notable, al crecer 2,6% como promedio anual. Su ascenso es más significativo en los últimos dos años analizados, cuando alcanzó valores de 26,1% y 28,1%, respectivamente.

La ligera tendencia al aumento del ahorro refleja el comportamiento positivo de la tasa de ahorro de los hogares y del sector corporativo privado. El ahorro del sector público es el único que ha mostrado una tendencia permanente al deterioro, alcanzando valores negativos desde 1998-1999. Este desahorro guarda una estrecha relación con la delicada situación fiscal que enfrenta el gobierno indio<sup>12</sup> e implica un déficit de recursos propios para financiar la inversión pública.

El hecho de que el sector privado (hogares y empresas) haya visto incrementar sus tasas de ahorro sugiere que, en el caso de la India, no ha ocurrido hasta el momento un desplazamiento del ahorro privado por el ahorro externo, como sí ocurrió en muchos países de Latinoamérica que se abrieron a los flujos de capital extranjero y experimentaron una notable aceleración del consumo.

En la India, los gastos de consumo privado crecieron en un 12,3% como promedio, entre 1993 y el 2004, ritmo inferior al del ahorro (15,5%). Además, el dinamismo del consumo en este período resultó ligeramente inferior al que presentó en los ochenta (12,5%). Esto sugiere que la mayor afluencia de flujos de capital en los últimos quince años tampoco ha ocasionado un *boom* del consumo, como sí sucedió en otras economías.

Por su parte, la tasa de inversión doméstica ha oscilado entre 22% y 27%. A pesar de su inestabilidad, es posible afirmar que esta ha crecido muy poco, con un ritmo de crecimiento de 1,3% como promedio entre 1993 y 2004. Lo anterior conduce a plantear otra diferencia del caso indio con respecto a la experiencia internacional, principalmente en Asia: la mayor afluencia de capital externo a la India en los últimos años no parece haber impulsado la tasa de inversión doméstica. Esta tasa se ha mantenido prácticamente estancada, presentando en 2003-2004 un valor igual al existente al introducirse las reformas en 1990-1991.

En definitiva, el moderado aumento de la tasa de ahorro, en combinación con una tasa de inversión que ha tendido al estancamiento, ha ocasionado una disminución de la brecha ahorro- inversión, arrojando, en consecuencia, déficits de cuenta corriente notablemente reducidos, e incluso superávits en algunos años.

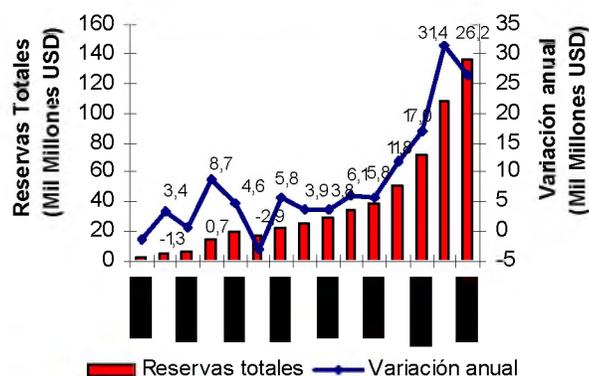
El bajo volumen de los flujos de inversión extranjera recibidos por la India, en relación con el tamaño de la economía, y su composición, constituyen elementos significativos para entender el poco impacto que han tenido estos sobre la tasa de inversión. La IED, que tiene más efectos potenciales sobre la creación de nuevas capacidades productivas, la mejoría en las condiciones de infraestructura, entre otros beneficios, ha tenido un dinamismo y un protagonismo mucho menor que la inversión en cartera.

Además, teniendo en cuenta que la India cuenta con un régimen cambiario de flotación administrada, mayores flujos ocasionarán un aumento del déficit corriente o de las reservas internacionales, en dependencia de la voluntad del Banco Central. Los bajos niveles del déficit durante todo el período pos-reformas, sugieren que una porción significativa de las afluencias de capital ha sido absorbida por el Banco Central indio como reservas, a través de intervenciones en los mercados cambiarios, con el propósito de evitar la apreciación del tipo de cambio.

#### **Acumulación de reservas: beneficios, riesgos y costos**

En marzo de 2005, las reservas indias alcanzaron los 135,5 000 millones de dólares, ocupando con ello el quinto lugar a nivel mundial. En el Gráfico 3 se muestra la evolución del valor total de las reservas y su variación anual. En 1993-1994 y 1994-1995, se registraron aumentos considerables, pero es a partir de 1996-1997, que las reservas comenzaron a aumentar ininterrumpidamente. Entre ese año y 2000-2001, el aumento anual de las reservas representó, como promedio, el 48,1% de los flujos netos de capital. La acumulación de reservas se aceleró cuando, en los años 2001-2002, 2002-2003 y 2003-2004, se registraron superávits tanto en la cuenta corriente, como en la cuenta de capital. En general, entre 1996 y 2005, el 83,4% de los flujos netos de capital receptados se acumularon como reservas de divisas extranjeras.

**Gráfico 3**  
**Reservas de divisas extranjeras**



*Nota:* Reservas se refiere a los activos en moneda extranjera, excepto Derechos Especiales de Giro y oro.

*Fuente:* Elaborado por la autora a partir de RBI, *Handbook of Statistics on Indian Economy 2004- 2005*.

Se debe señalar que la tendencia a la acumulación de un nivel de reservas por encima de lo estimado necesario para contrarrestar posibles shocks, es, actualmente, un hecho común a muchos países subdesarrollados. En muchos casos, esta tendencia ha estado relacionada, con el mantenimiento de políticas de tipo de cambio fijo o con la pretensión de conservar determinado nivel de estabilidad en el valor de la moneda nacional y evitar así eventuales ataques especulativos. Las reservas también posibilitan que los países subdesarrollados accedan a créditos con condiciones más favorables, en términos de menores costos y menor volatilidad, dado que constituyen un factor esencial para la evaluación de su solvencia y su calidad de crédito.

Aunque la posesión de un volumen considerable y creciente de reservas puede ofrecer ventajas, este fenómeno refleja una tendencia desfavorable en el financiamiento externo de los países subdesarrollados. En general, esto significa que es menor el volumen de recursos externos destinados a financiar la formación de capital y las importaciones para la producción. Con esto, países

como la India, incurren en un significativo costo de oportunidad en términos de inversión no realizada y, por tanto, menor crecimiento en el largo plazo.

Otro elemento negativo relacionado con la amplia acumulación de reservas es el riesgo de pérdidas de capital, en caso de que se deprecien las monedas extranjeras en que están denominadas las reservas, en relación con la moneda nacional. La gravedad del impacto dependería de la composición monetaria de estos activos.

En efecto, la depreciación que experimentó el dólar entre 2002 y 2004 provocó que las autoridades monetarias asiáticas realizaran en ese período masivas intervenciones en los mercados cambiarios para contrarrestarla. El Banco Central indio fue uno de los más activos en la compra de dólares, siendo la rupia india, una de las monedas cuya apreciación fue relativamente poca o ninguna en relación con el dólar. Si bien las intervenciones del RBI en los mercados cambiarios se habían iniciado mucho antes, con el propósito de evitar las presiones apreciatorias que introducían las significativas afluencias de capital a la India, la depreciación de la moneda norteamericana contribuyó a reforzar esta tendencia.

Al ser muy probable que una porción significativa de las reservas de divisas estén denominadas en dólares, por las razones antes expuestas, y considerando que el stock de reservas indio se encuentra entre los cinco de mayores a nivel mundial, una depreciación más profunda del dólar afectaría de manera importante su valor expresado en moneda doméstica.

Otro riesgo asociado a la posibilidad de un ajuste de los desequilibrios globales mediante una mayor pérdida de valor del dólar estadounidense, es el probable aumento de las tasas de interés a nivel mundial. Las mayores tasas de interés podrían generar pérdidas de capital en los activos de rendimiento fijo que se mantienen como reserva, especialmente aquellos con mayores plazos de vencimiento, dado que el país seguirá obteniendo el rendimiento pactado al inicio, aún cuando prevalezcan mayores tasas de interés en el mercado.

### **Evolución del tipo de cambio real**

Durante los noventa, la significativa afluencia de capital externo a países subdesarrollados se asoció con una notable apreciación real de las monedas, principalmente en América Latina. La India cuenta con un régimen cambiario

de flotación administrada, en el que, hasta el momento, la respuesta de la autoridad monetaria ante el auge de los flujos de capital, ha sido la de intervenir activamente, comprando divisas y vendiendo la moneda doméstica en los mercados de cambio. Así, en los últimos diez años, el RBI ha absorbido, como promedio, más del 80% de las afluencias anuales de capital, dejando poco margen para la apreciación nominal de la rupia.<sup>13</sup>

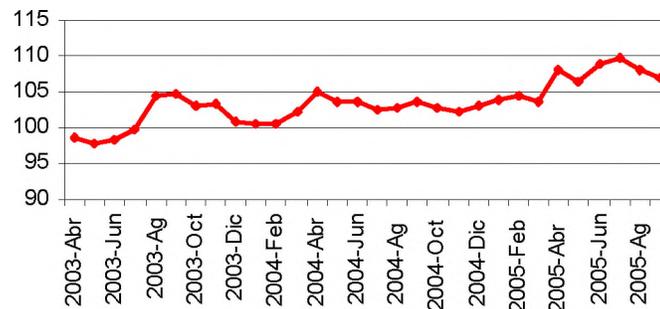
Por tanto, aunque el régimen cambiario es teóricamente flexible, se podría esperar una marcada tendencia a la apreciación real de la rupia debido a que las intervenciones del Banco Central suelen conducir a un aumento de la oferta de moneda doméstica, con lo que habría un incremento de la demanda agregada, aumentando particularmente la demanda de bienes no transables. Esto induciría un aumento del precio relativo de estos bienes y con ello, una apreciación real.<sup>14</sup>

Sin embargo, en el caso de la India, no se observa una tendencia tan marcada a la apreciación real. En el año 2003-2004, el tipo de cambio real efectivo (TCRE) ponderado según las exportaciones con cinco socios comerciales se había apreciado solo en un 5,7% con respecto a su valor de 1994-1995. La relativa estabilidad del tipo de cambio real de la India es aún más notable si se apunta que este índice se apreció entre 1994-1995 y 2003-2004 en 1,0% como promedio anual.

Con el propósito de apreciar más detalladamente el comportamiento del tipo de cambio real ante mayores afluencias de capital externo, se analizó el comportamiento mensual del tipo de cambio real entre abril de 2003 y septiembre de 2005. El intervalo escogido responde a que los años fiscales 2003-2004 y 2004-2005 mostraron el mayor crecimiento de los flujos de capital desde 1996-97.<sup>15</sup>

En este caso, el TCRE mensual presentó un comportamiento sorprendentemente estable (Gráfico 4). Se apreció a un ritmo de 0,2% como promedio mensual y las tasas de crecimiento mostraron un alejamiento de solo 1,7% con respecto a dicho valor medio (desviación estándar). Asimismo, el valor del índice en septiembre de 2005 era solo un 6,6% superior al valor que presentaba en abril de 2003. Así, es posible aseverar que, durante el período de mayor afluencia de capital externo, la rupia se apreció muy moderadamente en términos reales.

**Gráfico 4**  
**Evolución del Índice de Tipo de Cambio**  
**Real Efectivo (5 países)**



*Fuente:* Elaborado por la autora a partir de RBI, *Handbook of Statistics on Indian Economy 2004- 2005*.

Uno de los argumentos que se esgrimió para explicar la tendencia similar que se observó en otros países asiáticos en los años noventa<sup>16</sup>, fue la contracción fiscal por la que atravesaban muchas de estas economías, la cual pudo haber reducido las presiones apreciatorias de los flujos de capital al disminuir la demanda de bienes no transables y con ello, la demanda agregada. En la India, por el contrario, el déficit público ha mantenido una tendencia creciente en todo el período pos-reformas y el gasto se ha orientado cada vez más hacia el consumo, que privilegia los bienes no transables, en detrimento de los gastos de capital. Por tanto, el nivel y la composición del consumo del sector público parecen no haber actuado en el sentido de disminuir las presiones a la apreciación real.

Otro de los argumentos utilizados para explicar la escasa apreciación real en las economías “emergentes” de Asia fue que una porción significativa de los flujos consistió en IED, con lo que los efectos sobre la expansión del crédito doméstico fueron menores, limitando la apreciación real. En este caso, tampoco parece ser esta una explicación razonable para la India. Según lo analizado antes, los flujos de inversión en cartera y todos los flujos de deuda han sobrepasado ampliamente la proporción de la IED. Tales flujos sí son necesariamente

intermediados a través del sistema bancario doméstico y del mercado de capital, ocasionando una relajación de las restricciones de liquidez.

Una explicación más acertada para la poca apreciación real de la rupia podría ser que el monto de los flujos, aunque importante en relación con la historia anterior de la India, ha sido pequeño en relación con el tamaño de la economía. Otro elemento, muy significativo, estaría dado por la posibilidad de que el RBI haya implementado una política de esterilización que pudiera haber limitado los efectos de sus intervenciones sobre las condiciones monetarias al interior de la economía.

### **Esterilización vs. impactos monetarios**

Los activos en moneda extranjera en poder del Banco Central son una de las fuentes de la base monetaria. Con ello, un aumento de este indicador, como resultado de las intervenciones en los mercados cambiarios, debe reflejarse en un incremento de la base monetaria y del resto de los agregados monetarios. Esta expansión podría dar lugar a presiones inflacionarias al interior de la economía, afectando los objetivos de estabilidad de precios del Banco Central y presionando a la apreciación del tipo de cambio real.

El análisis de la participación de los activos en divisas netos del RBI en la base monetaria ( $M_0$ ) y la oferta total de dinero ( $M_3$ ) arroja como resultado, que estos tienen un papel cada vez más definitorio en las condiciones monetarias de la economía India. Si en 1990-1991 los activos en moneda extranjera representaban cerca del 10% de la base monetaria y algo más del 3% de la oferta de dinero, en el año 2004-2005, su participación ascendía a casi 138% en el primer caso y a cerca del 29% en el segundo.

El alto ritmo de crecimiento anual de los activos en divisas del RBI ha sido uno de los principales factores tras este cambio. Estos se expandieron a una tasa promedio anual de 34,3% entre 1993-1994 y 2004-2005, superior a la del resto de las fuentes de  $M_0$  y  $M_3$ <sup>17</sup>, y superior también a su propio crecimiento en los ochenta: 14,8%.

Sin embargo, las tasas de crecimiento de  $M_0$  y  $M_3$ , no se han acelerado como promedio en esta etapa, con respecto a la década del ochenta. La base monetaria se expandió a una tasa promedio anual de 16,8% entre 1981-1982 y 1989-1990 y entre 1993-94 y 2004-2005 lo hizo a un ritmo promedio menor: 13,3%.

En el caso de  $M_3$ , el dinamismo promedio también ha sido ligeramente menor, de 16,4% en comparación con 17,1% en el período anterior.

El mantenimiento de ritmos de crecimiento en los indicadores  $M_0$  y  $M_3$  similares a los de los años ochenta, cuando la economía no recibía flujos tan significativos de capital y el incremento moderado de los precios<sup>18</sup> aunque puede ser el resultado de la interacción entre varios factores, también es un indicio de actividades de esterilización por parte del RBI.

La Tabla 2 revela que el crédito neto del RBI al gobierno, otra de las fuentes de  $M_0$  y  $M_3$ , ha tenido un comportamiento negativo al disminuir en cerca de 15% como promedio, entre 1993-1994 y 2004-2005. En correspondencia con esto, la participación del crédito neto al gobierno en la base monetaria y la oferta de dinero se ha desplomado literalmente, hasta el punto de contribuir negativamente en el año 2004-2005.

En general, ha habido una difícil situación fiscal durante el período pos-reformas, lo que implica que la disminución sostenida del crédito al gobierno en los últimos seis años, no son más que un reflejo de la venta extensiva de los bonos públicos en poder del Banco Central para evitar los excesos de liquidez.

La venta de bonos públicos se ha realizado a través de las operaciones de mercado abierto (OMA) y, más recientemente, mediante el mecanismo para el ajuste de la liquidez (Liquidity Adjustment Facility, LAF) y del Esquema para la Estabilización del Mercado (Market Stabilisation Scheme, MSS)<sup>19</sup>. Los dos primeros mecanismos se utilizan para influir sobre la liquidez de la economía, incluso por razones ajenas a las intervenciones en los mercados cambiarios. Sin embargo, se ha reconocido que su utilización en los últimos años ha estado muy relacionada con la esterilización.

Las ventas netas de valores del gobierno por el Banco Central mediante OMA, aumentaron considerablemente durante los últimos diez años, a un ritmo de 235% como promedio anual entre 1995-1996 y 2004-2005. Esto ha ocasionado una drástica disminución del stock de bonos públicos en poder del Banco Central, limitando el alcance y las posibilidades de continuar realizando estas operaciones. De hecho, la última OMA con fines de esterilización se realizó en enero del año 2004. A partir de ese momento, se dependió casi exclusivamente del mecanismo para el ajuste de la liquidez (LAF), hasta que, en abril de ese año, se introdujo el Esquema para la Estabilización del Mercado, como instrumento adicional para la esterilización.

**Tabla II**  
**Evolución del crédito neto del RBI al gobierno**

Año	Variación con respecto al año anterior	Crédito neto del RBI al Gobierno/ M <sub>0</sub>	Crédito neto del RBI al Gobierno/ M <sub>3</sub>
1990-91	20,6%	110,7%	35,6%
2000-01	3,8%	54,4%	12,6%
2001-02	-1,1%	48,5%	10,7%
2002-03	-20,7%	35,2%	7,3%
2003-04	-62,8%	11,5%	2,4%
2004-05	-140,0%	-4,0%	-0,8%
<b>Promedio 1993- 2005</b>	-14,7		

\* Se refiere al promedio entre el año fiscal 1993-1994 y 2004-2005. Se utiliza el año 1993-1994 como punto de partida por ser el año en que comenzó a operar el régimen de flotación administrada del tipo de cambio.

*Fuente:* Elaborado por la autora a partir de RBI, *Handbook of Statistics on Indian Economy 2004- 2005*.

Uno de los factores que han impuesto importantes limitaciones para la esterilización es el hecho de que el RBI no está autorizado a emitir sus propios títulos de deuda y parece que esta no es una opción con posibilidades de realizarse en el futuro.

En general, las limitaciones mencionadas indican que las intervenciones del RBI ya no pueden ser esterilizadas tan fácilmente y requiere cuestionarse la sostenibilidad en el tiempo de este tipo de política. Además, no se deben obviar los costos cuasifiscales asociados, los cuales son cada vez más importantes, no solo para la India, sino para el resto de los países “emergentes”.

Estos costos se expresan en la diferencia entre el rendimiento que debe pagarse a los compradores de bonos públicos y los rendimientos que percibe el país por sus reservas internacionales. Según el Banco Mundial, la India se ubicaba en el 2005, como la cuarta economía con mayor brecha entre la tasa de interés de los bonos domésticos y la tasa de los activos mantenidos como reservas, ajustada por la variación esperada de las tasas de cambio.<sup>20</sup>

Además, si la política de esterilización se prolongara en el tiempo, contribuyendo al aumento de la deuda pública, se crearían presiones para el alza de las tasas

de interés domésticas, incrementándose así la diferencia de rendimientos y los costos cuasifiscales. A su vez, las mayores tasas de interés resultarían en un incentivo para mayores entradas de capital externo, fundamentalmente de corto plazo, que podría incrementar la vulnerabilidad externa de la economía.

El RBI cuenta con otros instrumentos que pudieran ser utilizados en sustitución de la esterilización. La tasa de descuento ha sido utilizada de forma restrictiva solo en dos ocasiones durante el período pos-reformas: en enero de 1998 y julio de 2000. Esta tasa se ha mantenido en el 6% desde abril del 2003, siendo este su nivel más bajo desde 1973.

Por otra parte, en el año 2004, el RBI apeló a la subida en dos ocasiones del coeficiente de reservas hasta ubicarlo en un 5%, como instrumento adicional para limitar la liquidez asociada a la absorción de los flujos. La utilización de los coeficientes de reservas o encaje legal tiene la ventaja de contraer la liquidez sin incurrir en los costos cuasifiscales de las esterilizaciones. Sin embargo, su utilización tampoco es sostenible en el largo plazo porque se revertirían los avances que se habían alcanzado en función de su disminución.

### **Efectos de los flujos de capital en el mercado bursátil**

La importancia de la inversión en cartera dentro del total de flujos recibidos por la India, requiere examinar sus efectos sobre el mercado de capital. Teóricamente, la apertura de los mercados de valores al capital exterior debe contribuir a la expansión del tamaño del mercado, al aumentar el número potencial de inversores, a una mayor liquidez y mejor eficiencia en la asignación de las inversiones. Al mismo tiempo, un aumento de los flujos de capital en cartera, dará lugar a una mayor demanda de los valores domésticos y, con ello, a un incremento de su precio. Esto fue precisamente lo que ocurrió en muchos países de América Latina y Asia, donde el aumento de los flujos de inversión en cartera se acompañó de notables incrementos de los precios de las acciones.

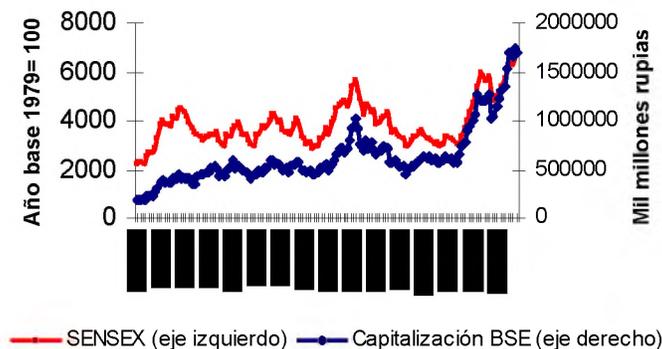
Definitivamente, los más de 600 inversionistas institucionales registrados en la India, con una inversión neta acumulada hasta marzo del 2005 cercana a los 32, 8 000 millones de dólares han contribuido a elevar el nivel de actividad del mercado de capital indio, al aumentar la demanda de los títulos de valor domésticos.<sup>21</sup>

En el 2004, los inversores institucionales ejecutaban un nivel de transacciones equivalentes a, entre 30% y 40% del valor total comercializado en el país<sup>22</sup>. De esta forma, se estima que poseían, en el 2004, alrededor del 45% de las acciones del Bombay Stock Exchange (BSE), mercado de valores más importante del país y el 38,5% de las acciones de las compañías incluidas en el SENSEX y el Nifty.<sup>23,24</sup>

La capitalización del mercado de capital indio<sup>25</sup>, alcanzaba en el año 2003-04, un valor equivalente al 49% del PIB.<sup>26</sup> Este valor es significativo si se considera que para toda América Latina este indicador no excedía el 18% del PIB, como promedio entre el 2000 y el 2002.<sup>27</sup>

En el caso del BSE, la capitalización era en marzo del 2005, treinta y dos veces superior a la de marzo del año 1994 (Gráfico 5). El nivel de capitalización depende de la cantidad de valores cotizados, del comportamiento de sus precios, factores que, a su vez, se ven influenciados por diversos elementos. Uno de esos elementos, no precisamente el menos importante, es la demanda creada por los inversionistas extranjeros.

**Gráfico 5**  
**Capitalización del Bombay Stock Exchange e Índice Sensex**



*Fuente:* Elaborado por la autora a partir de RBI, *Handbook of Statistics on Indian Economy 2004- 2005*.

Se destaca que hubo un crecimiento sostenido de la capitalización desde 1993, cuando ocurre la irrupción en la economía India de los primeros inversores, hasta febrero del año 2000, con algunos intervalos de crecimiento muy intenso. Sin embargo, coincidiendo con una disminución de los flujos de inversión en cartera, entre inicios del 2000 e inicios del 2003, este índice presenta una clara tendencia a la disminución. Luego, es muy evidente la coincidencia entre la fuerte entrada de inversión en cartera entre inicios del 2003 y marzo del 2005, con el período de aumento más pronunciado de la capitalización.

En el mismo gráfico se presenta la evolución del índice SENSEX, la cual es muy similar a la de la capitalización, presentando disminuciones y ascensos en los mismos intervalos de tiempo. En marzo del 2005 este índice alcanzó el máximo valor de todo el período analizado, el cual era tres veces el valor que presentaba a inicios de 1993.

Para demostrar de forma más precisa la asociación entre las variaciones de las inversiones extranjeras en cartera y las oscilaciones de los precios de los valores y el tamaño del mercado de capital en la India, se realizó un análisis econométrico, utilizando un sencillo modelo VAR. Este modelo permitiría examinar la relación dinámica entre tales variables, considerando que no había razones suficientes como para asumir alguna de las variables como exógena o endógena. Se tomaron indicadores del BSE, entre abril de 1993 y marzo del 2005, como variables representativas del comportamiento del mercado de capital indio (Ver Anexo 1).

Se incluyeron en el modelo tres variables: la inversión neta mensual de los inversionistas institucionales en el mercado de capital indio (INVNET), el índice SENSEX (SENSEX) y la capitalización del BSE (CAPITBSE). Del análisis de las funciones impulso-respuesta, se destaca especialmente que tanto el SENSEX, como la capitalización del BSE, reaccionan inmediatamente y de forma significativa a un aumento de la inversión extranjera en el mercado de capital (Ver Anexo 1).

Por otra parte, en la tabla donde se muestran de forma resumida los resultados de la descomposición de la varianza del modelo VAR estimado (Ver Anexo 1), se muestra que la INVNET resultó ser la variable más exógena ya que es explicada en un alto grado (84,5%) por sus propias innovaciones, o sea, se ve más afectada por indicadores no incluidos en el esquema, que por la variación de los precios y la capitalización en el mercado de capital indio.

En cuanto a las demás variables, más allá de todas las relaciones, interesa resaltar que el índice SENSEX se modifica en una proporción significativa (24,8%) por las variaciones de la inversión neta de los inversionistas institucionales, mientras que la capitalización se ve explicada por esta variable en un 15%.

En definitiva, tanto las funciones impulso- respuesta, como la descomposición de la varianza confirman que la inversión extranjera ha sido un factor significativo en el comportamiento de los precios de los valores y la capitalización del mercado bursátil indio. Esta conclusión es relevante en dos sentidos. Si en algún momento se diera un aumento excesivo de la inversión de estos agentes, podría desarrollarse una burbuja especulativa insostenible. Por el contrario, si se diera una situación que desembocara en la salida repentina de estos, considerando el comportamiento “manada” que los caracteriza, el mercado podría colapsar.

En este sentido, es oportuno analizar el ratio precio/utilidad del mercado de capital indio. Este indicador aumentó en 1993-1994, en casi 60% con respecto al año anterior y en 2004-2005 lo hizo en 14,5% en comparación con 2002-2003, reflejando el aumento de los precios de los valores cotizados, inducido por la entrada de inversión extranjera. Sin embargo, este coeficiente presentó en el año 2004-2005 un valor inferior al que tenía en 1992-1993, cuando se autorizó la inversión extranjera en el mercado de capital. Este comportamiento no tiene comparación con el aumento radical que se observó en otros países durante el “boom” de flujos de capital de los noventa. Téngase en cuenta, por ejemplo, que en México esta relación se incrementó más de cinco veces entre 1988 y 1993 y en Hong-Kong y Tailandia se duplicó entre 1990 y 1993.<sup>28</sup>

Esta diferencia es muy significativa porque indica que en la India, el alza de los precios de las acciones no ha violentado hasta el momento las proporciones del mercado en un nivel tan alto como en otras economías. El aumento paralelo de las utilidades empresariales ha ocasionado que este ratio presente valores más bajos que en los primeros años de las reformas.

## Recapitulando la experiencia india. Fortalezas y desafíos

A partir del análisis realizado hasta aquí, es posible resumir los efectos de los flujos de capital en las variables estudiadas de la economía india y compararlos con la regularidad internacional<sup>29</sup> (Cuadro 2).

**Cuadro 2**  
**Comparación de los efectos macroeconómicos de los flujos de capital**

Variables	Impacto en otros países	Impacto en la India
<b>Cuenta corriente</b>	Aumento del déficit	Disminución del déficit
<i>Inversión interna</i>	Aumento	Estancamiento
<i>Ahorro</i>	Desplazamiento del ahorro privado por el ahorro exterior	Aumento de la tasa de ahorro privado
<i>Consumo</i>	Aceleración del gasto de consumo privado	Disminución del gasto de consumo privado
<b>Pasivos externos</b>	Aumento	Aumento
<b>Reservas de divisas internacionales</b>	Acumulación	Acumulación
<b>Tipo de cambio real</b>	Fuerte apreciación	Apreciación moderada
<b>Saldos monetarios reales</b>	Aceleración de su crecimiento	No se acelera su crecimiento <sup>a</sup>
<b>Precios de activos bursátiles e inmobiliarios</b>	Fuerte revalorización	Revalorización

a: Al no estar disponibles los datos reales, el análisis se basó en indicadores nominales como aproximación al comportamiento real.

*Fuente:* Elaborado por la autora.

Durante los años analizados, no se generaron en la India elevados déficit de cuenta corriente, asociado a que la tasa de inversión se mantuvo estancada y no hubo un auge del consumo, que se expresara en la sustitución del ahorro doméstico por el ahorro externo. Más bien, se observó una ligera tendencia al aumento del ahorro, más marcada al final del período y cierta caída de los niveles de consumo.

En este caso, la acumulación de pasivos resultante de la recepción de un mayor volumen de capital externo, se ha combinado con una mejoría notable de los principales indicadores de sostenibilidad y liquidez de la deuda externa. En este sentido, actualmente la India presenta una *menor vulnerabilidad* ante posibles shocks negativos, en comparación con la situación que presentaba al estallar la crisis de balanza de pagos en 1991.

El escaso impacto de los flujos de capital sobre la inversión y el consumo se asocia, entre otros factores, a la absorción de estos por el RBI. De esta forma, sí hubo en este caso una marcada acumulación de reservas de divisas extranjeras. Sin embargo, no se observó la apreciación real que podía esperarse a partir del aumento de la oferta de dinero doméstica, generada por las intervenciones. La esterilización de los flujos por la autoridad monetaria se erige entonces como un importante argumento para explicar la escasa apreciación real. Dichas operaciones de esterilización mantuvieron bajo control el crecimiento de la base monetaria y los agregados monetarios.

Finalmente, se comprobó la influencia significativa de los flujos de capital, específicamente de la inversión en cartera, en los índices bursátiles y la capitalización del mercado de valores indio. No obstante, la revalorización de los activos en este mercado no ha subvertido las proporciones tan marcadamente como sucedió en otros países, a juzgar por el comportamiento del ratio precio/utilidad.

Como se hace evidente en el cuadro, los efectos han sido, en la India, bien diferentes de la experiencia internacional. De esta forma, la economía ***no ha experimentado un deterioro pronunciado de las variables macroeconómicas fundamentales***, logrando alejarse de la situación de fragilidad en la que cayeron muchas economías subdesarrolladas y que, en no pocos casos, desembocó en agudas crisis financieras.

Lo anterior está directamente relacionado con la forma específica en que se asumió la apertura en la India. La menor vulnerabilidad relativa responde, entonces, a la combinación de una liberalización gradual, la imposición o mantenimiento de ciertos controles y la respuesta de política de la autoridad monetaria ante la afluencia de capital externo.

En el primer caso destaca la ***gradualidad***, una fortaleza que ha impedido violentar etapas o avanzar en la liberalización sin consolidar otras áreas del entorno macroeconómico. Los ***controles***, por su parte, han permitido modificar la composición de los flujos, influyendo positivamente en la calidad de los pasivos de sectores como el público y el bancario. Además, han limitado su volumen, lo que ha posibilitado, entre otras cosas, evitar impactos demasiado bruscos sobre las variables internas y gestionar con mayor facilidad el régimen de flotación administrada. Por su parte, la ***esterilización de las intervenciones***, ha permitido limitar los efectos inflacionarios de los flujos y evadir una inadecuada asignación de recursos entre los sectores de transables y no transables.

A pesar de que los sucesivos gobiernos han estado a favor de impulsar el proceso de reformas, se puede afirmar que las instituciones relacionadas con la administración de los flujos de capital extranjero **no han actuado de forma procíclica**. Esto es, muy probablemente, consecuencia de las lecciones aprendidas con la crisis india de balanza de pagos en 1991 y luego, con la crisis asiática de 1997.

La experiencia india resulta muy interesante porque, si bien ha aumentado la integración del país a los mercados financieros internacionales sin llegar a niveles de vulnerabilidad insostenibles, este proceso no está exento de contradicciones y desafíos.

El análisis de la evolución de la cuenta corriente y sus determinantes revela que **los flujos de capital recibidos por la India, no se han dirigido a lograr niveles de inversión superiores a los que su actual tasa de ahorro puede financiar**. Esto implica que ha habido una acumulación de pasivos externos, que se ha traducido muy poco en un complemento a la inversión interna, lo que podría comprometer el potencial de crecimiento de largo plazo de la economía y las posibilidades de servir la deuda creada, en el futuro. En verdad, los niveles de acumulación se encuentran muy por debajo de las necesidades reales de la economía, a juzgar por las actuales condiciones socio-económicas, caracterizadas por un escaso desarrollo de la infraestructura, un desarrollo regional cada vez más desigual, altos niveles de pobreza, carencia de servicios de educación, salud, entre otras características típicas del subdesarrollo.

En este sentido, la **absorción de los flujos por el RBI** en forma de reservas de divisas, si bien constituye una estrategia hasta el momento efectiva contra la pérdida de competitividad del tipo de cambio y una protección ante un eventual ataque especulativo implica, como se expresó antes, un significativo **costo de oportunidad** en términos de inversión no realizada, además de llevar implícito importantes **riesgos de pérdidas de capital**.

Por otra parte, a pesar de las iniciativas introducidas por el RBI, **las posibilidades de esterilización** de sus intervenciones en el mercado cambiario, son **cada vez menores** y sus **costos cuasifiscales se estiman significativos**. Todo esto conduce a cuestionarse la posibilidad real de que el Banco Central siga acumulando reservas y al mismo tiempo, pueda mantener estables las condiciones monetarias al interior de la economía.

Ante esta realidad y la posibilidad de que se mantenga una significativa afluencia de capital externo, algunos analistas han recomendado que se permita la total flexibilidad del tipo de cambio para atenuar los impactos de la actual política de intervenciones sobre la oferta monetaria. Si bien esta ha sido una opción posible en todos estos años, el RBI ha preferido mantener un ***régimen intermedio***: limitar la flexibilidad pero, sin perder del todo la posibilidad de establecer sus propios objetivos de política. Esta política para la administración del tipo de cambio, podría ser, a pesar de sus costos, la ***mejor opción en las actuales circunstancias***, para evitar la inestabilidad de este precio relativo tan importante para la reasignación de recursos en el sector real de la economía y, al mismo tiempo, mantener su capacidad de ajuste ante shocks externos.

Ante una tasa de inversión a todas luces inadecuada, menores posibilidades de continuar la política de intervenciones esterilizadas y expectativas de mayores flujos de capital, el reforzamiento de los incentivos para la IED deviene en punto crítico para la política india en relación con los flujos de capital. Mayores niveles de IED, siempre que se dirijan a la creación de nuevas capacidades, redundarían en un impulso a la tasa de inversión y, con ello, al potencial de crecimiento de la economía por el lado de la oferta. Además, los efectos de los flujos sobre las condiciones de liquidez serían menores y también las necesidades de esterilización.

Además de la creación de un ambiente más atractivo y adecuado para la IED, existen otros desafíos también urgentes. La experiencia internacional indica que la vulnerabilidad del sector financiero suele aumentar cuando este accede a altos pasivos en moneda extranjera, ya que, al relajarse las restricciones de liquidez, tienden a incrementarse los préstamos al sector privado para financiar principalmente consumo e inversión en activos bursátiles. La gradualidad con que se han ido liberalizando los diferentes tipos de flujos, los estrictos controles para el endeudamiento externo de los bancos y la propia esterilización han limitado este tipo de fragilidad, pero dados los límites que esta última presenta y el previsible aumento de las afluencias de capital, el ***perfeccionamiento de la supervisión y control del sistema financiero*** resulta vital.

La debilidad del sistema de regulación se evidencia en indicadores como el alto volumen de activos incobrables de los bancos, el cual se mantiene

por encima del 9%, aún cuando el RBI se proponía alcanzar un 5% para el año 1999-2000. Una adecuada regulación no solo prevendría la vulnerabilidad, sino que garantizaría la canalización de recursos hacia sectores prioritarios para el desarrollo socioeconómico del país.

Por otra parte, si bien es poco probable que a partir de la situación fiscal se genere una crisis financiera en el corto plazo, debido a que se ha mantenido controlado el endeudamiento externo del sector público, se mantienen límites a la adquisición de bonos públicos por inversionistas institucionales y no se ha emitido este tipo de bonos en los mercados internacionales, la situación fiscal constituye otro importante desafío.

Los *altos niveles del déficit fiscal y la deuda pública*, constituyen, sobre todo, un reto en cuanto a las respuestas de política económica que requiere la relación del país con los mercados financieros internacionales. Así, la frágil situación de las cuentas públicas es otro elemento que le resta grados de libertad al Banco Central para la conducción de la política monetaria, debido a que, en las condiciones actuales, el RBI no puede desentenderse de los efectos de sus acciones sobre las finanzas públicas. Por solo poner un ejemplo, una política contractiva que reduzca la liquidez y conduzca al incremento de las tasas de interés domésticas, podría hacer más tensas las condiciones fiscales.

No son pocos los economistas e instituciones internacionales que consideran que los controles sobre los flujos de capital y el lento avance de la liberalización han constituido un freno para el crecimiento económico indio. Sin embargo, las crisis financieras resultantes de la vulnerabilidad acumulada en muchos países, al recibir excesivos volúmenes de capital altamente volátil, sin estar creadas las condiciones, han demostrado ser muy costosas económica y socialmente. Esto último refuerza la necesidad de *no acelerar injustificadamente la apertura y mantener determinado nivel de control sobre estas afluencias*. Esto evitaría, promover un auge que, si bien puede incrementar el crecimiento en el corto plazo, también puede conducir a niveles de vulnerabilidad financiera y estructural inaceptables en el contexto del subdesarrollo.

Finalmente, la recepción de un volumen significativo de flujos de capital, evitando avanzar hacia grados insostenibles de vulnerabilidad, no es una condición suficiente para que estos contribuyan al desarrollo socioeconómico del país. No se debe obviar que la política india en materia de atracción y administración

de los flujos de capital externo es solo uno de los elementos de un conjunto amplio de políticas estructurales que, en esencia, buscan reforzar los mecanismos de funcionamiento del mercado. Aunque el actual gobierno indio<sup>30</sup> ha ubicado como prioridad la atención a los sectores económicos y sociales más vulnerables de la sociedad, los cuales quedaron desprotegidos durante estos años de liberalización, también ha planteado que habrá una continuidad del proceso de reformas económicas.

La experiencia de otros países subdesarrollados ha demostrado que en un escenario con mayores grados de desregulación y apertura resulta muy difícil hacer prevalecer los intereses del país y enfrentar con éxito enormes retos como el alivio de los problemas estructurales y sociales inherentes al subdesarrollo. Estas resultan metas más difíciles de alcanzar ya que la adopción de más políticas de liberalización conduce, generalmente, a una disminución de la capacidad de planificación y de promoción del desarrollo por parte del Estado.

## Notas

<sup>1</sup> Este artículo contiene los principales resultados de la investigación presentada por la autora como Tesis de Maestría, Facultad de Economía, Universidad de La Habana, junio de 2006.

<sup>2</sup> Todas las cifras que se ofrecen en el artículo son cálculos de la autora, si no se especifica otra fuente. Los cálculos se realizaron a partir de Ministry of Finance and Company Affairs, *Economic Survey 2004-2005*, <http://www.indiabudget.nic.in> y RBI, *Handbook of Statistics on Indian Economy 2004-2005*, <http://www.rbi.org.in>.

<sup>3</sup> El colapso del campo socialista provocó la disminución de la participación de ese importante mercado en las exportaciones indias y disminuyeron drásticamente los créditos en rupias para financiar las importaciones provenientes de este mercado. La invasión de Kuwait por Irak desató un drástico aumento de los precios internacionales del petróleo. A nivel interno, hubo tres cambios de gobierno entre 1989 y 1991, acompañado de una gran inestabilidad sociopolítica, lo que impidió una actuación rápida y efectiva del gobierno para solucionar los problemas macroeconómicos.

<sup>4</sup> Se refiere al año fiscal que se extiende desde el 1° de Abril al 31 de Marzo.

<sup>5</sup> Ver P. Lawrence: *Financial Liberalisation in India: measuring relative progress*; A. Panagariya: *India in the 1980s and 1990s: A Triumph of Reforms*; A. Virmani: *India's 1990-91 Crisis: Reforms, Myths and Paradoxes*.

<sup>6</sup> Para ampliar sobre los controles existentes, ver N. Jadhav: *Capital Account Liberalisation: The Indian Experience*, A. Shah, I. Patnaik: *India's Experience With Capital Flows: The Elusive Quest for a Sustainable Current Account Deficit*, NBER Working Paper 11387.

<sup>7</sup> K. Kletzer: *Liberalizing Capital Flows in India: Financial Repression, Macroeconomic Policy and Gradual Reforms*, Revision of paper prepared for Brookings/NCAER Conference on the Indian Economy, University of California, Santa Cruz.

<sup>8</sup> El aumento significativo de las afluencias de capital, estuvo muy relacionada con las medidas de apertura de la cuenta capital, que actuaron como factor detonante, al facilitar la afluencia de los inversionistas. Otro elemento que contribuye a explicar este hecho es la combinación entre las reformas de mercado y en general, un mejor desempeño macroeconómico. Entre los factores externos destacan: en un nivel más estructural, el desarrollo del proceso de globalización de las finanzas internacionales y, de forma coyuntural, hechos como las sostenidas disminuciones de las tasas de interés a nivel internacional y la recesión que experimentaban varios países industrializados.

<sup>9</sup> Subramanian, T.C. Venkat: *Foreign Direct Investment and Manufacturing*, Speech at NAM Business Forum in Malaysia on February 24, 2003, [www.asli.com.my](http://www.asli.com.my)

<sup>10</sup> BM (Banco Mundial): *Global Development Finance 2005*.

<sup>11</sup> K. Kletzer: *Ob. Cit.*

<sup>12</sup> La situación del déficit público, que era una de las prioridades del programa de reformas, sigue siendo preocupante. El déficit fiscal bruto fue de 4,6% en 2003-2004 y se planificó un nivel de 4,4% en 2004-2005 (Ministry of Finance and Company Affairs, 2004).

<sup>13</sup> A esta política de evitar la libre fluctuación de los tipos de cambio nominal y real, mediante intervenciones, se le ha llamado en la literatura como "miedo a flotar". Ver S. Edwards: *The Great Exchange Rate Debate After Argentina*, NBER Working Paper 9257.

<sup>14</sup> Ver F. Helmers: "The Real Exchange Rate", *The Open Economy: Tools for policymakers in developing countries*, edited by Dornbusch, Rudiger and Helmers, F. Leslie.

<sup>15</sup> Otros periodos de marcada tendencia ascendente fueron los comprendidos entre enero de 1993 y marzo de 1994 y entre julio de 1995 y junio de 1997, pero estos fueron periodos más cortos que el utilizado. Además, durante el primero estaba teniendo lugar la transición hacia el régimen cambiario de flotación administrada.

<sup>16</sup> Ver G. Calvo: *Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects*, Working Paper 302, Inter-American Development Bank.

<sup>17</sup> Según la definición del Reserve Bank of India, las fuentes de la Base Monetaria son: el crédito neto del RBI al gobierno, el crédito neto del RBI a los bancos y al sector comercial, los activos en divisas netos del RBI, los pasivos monetarios del gobierno con el público, menos los pasivos no monetarios netos del RBI. Asimismo, las fuentes de la oferta de dinero son: el crédito neto del sector bancario al gobierno, el crédito neto del sector bancario al sector comercial, los activos en divisas netos del sector bancario, los pasivos monetarios del gobierno con el público, menos los pasivos no monetarios netos del sector bancario.

<sup>18</sup> La inflación en la economía india han mantenido una tendencia descendente que se ha mantenido en los últimos cinco años a pesar de una situación internacional caracterizada por los altos precios del petróleo y el aumento del precio de los productos primarios.

<sup>19</sup> El LAF constituye el principal instrumento operativo de la política monetaria. Es utilizado para la administración diaria o de corto plazo de la liquidez y para transmitir señales de tasa de interés de corto plazo al mercado. Funciona mediante operaciones de recompra (REPO), en las que el Banco Central compra o vende bonos con la condición de venderlos o comprarlos en el futuro, a un precio superior que depende de una tasa de interés fijada al efecto.

El MSS se introdujo en el año 2004 para diferenciar la absorción de liquidez de naturaleza más duradera, de aquella de naturaleza temporal a ser absorbida por el LAF y atender adecuadamente las necesidades de esterilización. El costo de los bonos emitidos bajo este esquema es asumido por el gobierno.

<sup>20</sup> BM: *Ob.cit.*

<sup>21</sup> RBI, *Reserve Bank of India Annual Report 2004-2005*.

<sup>22</sup> C.P. Chandrasekhar: "India's Volatile Stock Markets", *Macroscan*, January 24.

<sup>23</sup> El Índice SENSEX refleja el crecimiento del precio de los valores de 30 compañías importantes que cotizan en el BSE. El Índice S&P CNX Nifty es representativo del comportamiento de los precios de 50 grandes empresas de 24 sectores económicos, en lista en el NSE.

<sup>24</sup> RUPE (Research Unit for Political Economy), "The Real State of India's Economy", *Aspects of India's Economy*, Nos. 36 & 37, March 2004.

<sup>25</sup> La capitalización es una medida del tamaño del mercado de capital. Se halla multiplicando el número de acciones de una empresa por el valor de mercado de estas, agregado para todas las empresas en lista del mercado en cuestión.

<sup>26</sup> Ministry of Finance and Company Affairs, *Economic Survey 2003-2004*.

<sup>27</sup> CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe), *Desarrollo Productivo en Economías Abiertas*.

<sup>28</sup> R. Kohli: *Capital Flows and Domestic Financial Sector in India*, Economic and Political Weekly.

<sup>29</sup> Ver G. Calvo: *Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects*, Working Paper 302, Inter-American Development Bank y R. Ffrench-Davis, "Globalización de la Volatilidad Financiera: Desafíos para las Economías Emergentes", *Crisis financieras en países "exitosos"*, CEPAL.

<sup>30</sup> Actualmente el Partido del Congreso, liderado por Sonia Gandhi, gobierna a la India después de haber obtenido la victoria en las elecciones de 2004.

## Bibliografía

- BM (Banco Mundial): *Global Development Finance 2005*, <http://www.worldbank.org>.
- Calvo, Guillermo, L. Leiderman, C. Reinhart: "The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues", *Contemporary Economic Policy*, Vol XII, July 1994.
- \_\_\_\_\_: *Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects*, Inter-American Development Bank, Office of the Chief Economist, Working Paper 302, 1994, [www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-302.pdf](http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubWP-302.pdf)
- CEPAL: (Comisión Económica para América Latina y el Caribe), *Desarrollo Productivo en Economías Abiertas*, 2004, <http://www.eclac.cl>
- Chandrasekhar, C.P.: "India's Volatile Stock Markets", *Macroscan*, January 24, 2005, <http://www.macroscan.com>
- Ffrench- Davis, Ricardo, J.A. Ocampo: "Globalización de la Volatilidad Financiera: Desafíos para las Economías Emergentes", *Crisis financieras en países "exitosos"*, Ricardo Ffrench- Davis, Ed., CEPAL, 2001.
- Ffrench- Davis, Ricardo: *Reformas para América Latina después del fundamentalismo neoliberal*, CEPAL, Siglo XXI Editores, Argentina, 2005.
- Kletzer, Kenneth: *Liberalizing Capital Flows in India: Financial Repression, Macroeconomic Policy and Gradual Reforms*, Revision of paper prepared for Brookings/NCAER Conference on the Indian Economy, New Delhi, March 2004, University of California, Santa Cruz, 2004.
- Kohli, Renu: *Capital Flows and Domestic Financial Sector in India*, Economic and Political Weekly, February, 2003.
- Lawrence, Peter: *Financial Liberalisation in India: measuring relative progress; Keele Economics Research Papers*, 2003, <http://www.keele.ac.uk/depts/ec.wpapers/kerp0308.pdf>
- Ministry of Finance, *India's External Debt. A Status Report*, 2005, <http://www.finmin.nic.in>
- Ministry of Finance and Company Affairs, *Economic Survey varios años*, <http://www.indiabudget.nic.in>
- Papanagariya, Arvind, *India in the 1980s and 1990s: a Triumph of Reforms*, IMF Working Paper, WP/04/03, 2004, <http://www.imf.org>

- RBI (Reserve Bank of India): *Reserve Bank of India Annual Report 2004-05*, 2005, <http://www.rbi.org.in>
- \_\_\_\_\_: *Handbook of Statistics on Indian Economy 2004-05*, 2005, <http://www.rbi.org.in>
- RUPE (Research Unit for Political Economy): “The Real State of India’s Economy”, *Aspects of India’s Economy*, Nos. 36 & 37, March 2004, <http://www.rupe-india.org/36/>
- Subramanian, T.C. Venkat: *Foreign Direct Investment and Manufacturing*, Speech at NAM Business Forum in Malaysia on February 24, 2003, [www.asli.com.my](http://www.asli.com.my)
- Virmani, Arvind: *India’s 1990-91 Crisis: Reforms, Myths and Paradoxes*, 2001, <http://www.planningcommission.nic.in/reports/wrkpapers>

## Anexos

### Anexo 1

#### Estimación de un modelo VAR para el mercado de capital indio

**Datos:** Las variables utilizadas fueron: la Inversión neta de los inversores institucionales en el mercado de capital indio (INVNET), el Índice SENSEX (SENSEX) y la Capitalización del BSE (CAPITBSE). Se utilizaron datos con una frecuencia mensual entre los años fiscales 1993-1994 y 2004-2005, tomados del anuario del Reserve Bank of India, *Handbook of Statistics on Indian Economy 2004-2005*.

Se comprobó que las series no presentaban estacionalidad. Se trabajó con el logaritmo de todas las variables. Las variables siguen una trayectoria no estacionaria. Sin embargo, no se diferenciaron siguiendo la experiencia de muchos estudios realizados con sistemas VAR, los cuales utilizan las variables en niveles para no perder la información sobre la relación de largo plazo que pueda existir entre las variables.

**Modelo VAR:**

La forma matricial del modelo VAR es:

$$AX_t = C(L)X_{t-1} + U_t$$

Donde:

- $X$  es un vector con todas las variables del esquema.
- La matriz  $A$  está formada por los coeficientes  $ij a$  que recogen las relaciones contemporáneas entre las variables.
- $C(L)$  es un polinomio en el operador de rezagos que contiene los coeficientes que relacionan a cada variable con los rezagos del resto de las variables y con sus propios rezagos.
- Los  $ut$  son residuos ruido blanco no correlacionados entre sí, y representan los shocks asociados a cada una de las variables (shocks estructurales)

Se incluyeron 3 rezagos de cada variable sustentado en el error de predicción final y el criterio de información de Akaike. La estimación se realiza para cada ecuación por mínimos cuadrados ordinarios.

$$\begin{bmatrix} INVNET_t \\ SENSEX_t \\ CAPITBSE_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \overline{INVNET} \\ \overline{SENSEX} \\ \overline{CAPITBSE} \end{bmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} \phi_{11}(i) & \phi_{12}(i) & \phi_{13}(i) \\ \phi_{21}(i) & \phi_{22}(i) & \phi_{23}(i) \\ \phi_{31}(i) & \phi_{32}(i) & \phi_{33}(i) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} u_{invnett-i} \\ u_{sensext-i} \\ u_{capitbset-i} \end{bmatrix}$$

Las relaciones dinámicas entre las variables incluidas se examinaron a través de las funciones impulso-respuesta y la descomposición de la varianza. Ambas se obtienen de la representación de medias móviles del VAR:

En la representación de medias móviles, cada una de las variables se expresa en función del pasado de sus propios shocks y los shocks del resto de las variables. Se tienen 9 funciones impulso-respuesta en el sistema VAR, 3 funciones para cada variable. Cada una de las funciones impulso-respuesta describe la trayectoria de la variable ante un cambio en  $u_{xt}$ .

En cambio, la información que provee la descomposición de la varianza sobre la importancia relativa de cada variable para explicar el resto de las variables en el VAR, se obtiene de descomponer los errores de predicción entre los shocks propios y los shocks del resto de los indicadores para distintos horizontes.

#### Identificación estructural:

En la metodología VAR las funciones impulso-respuesta y la descomposición de la varianza no se obtienen directamente, debido a que el vector autorregresivo en su forma estructural (1) no puede ser estimado debido al feedback inherente al sistema. Las estimaciones se realizan en el VAR en su forma reducida (sin las relaciones contemporáneas entre las variables), del cual se recupera la información de la forma estructural. El VAR estructural se transforma en un sistema en forma reducida premultiplicando el modelo (1) por  $A^{-1}$ . De esta forma se obtiene:

$$X_t = B(L)X_{t-1} + e_t$$

Donde:

$$B(L) = A^{-1}C(L)$$

$$e_t = A^{-1}U_t$$

Entonces, se estima el VAR reducido, a partir del cual se obtiene la información del VAR estructural. Sin embargo, no es posible obtener toda la información del VAR estructural a partir de la estimación del VAR reducido. El VAR estructural tiene más parámetros que el VAR en su forma reducida, con lo que el sistema no está identificado. Para que el sistema esté exactamente identificado se necesitan imponer  $(n^2-n)/2$  restricciones en el modelo estructural. O sea, se deben imponer 3 restricciones.

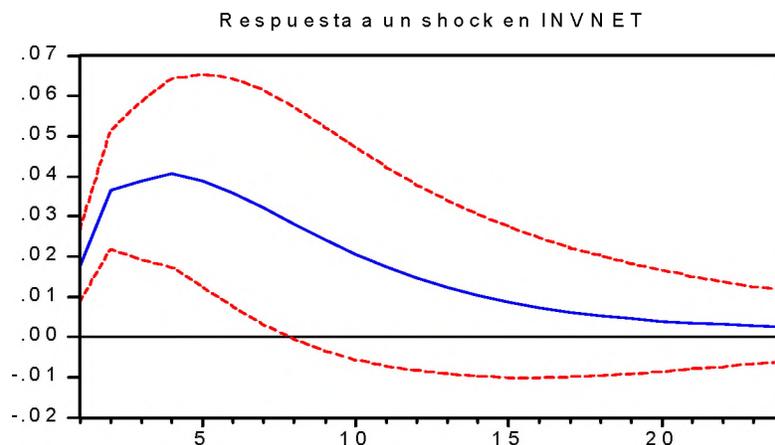
Se utilizó la metodología de la descomposición de Choleski para identificar el modelo estructural, haciendo cero 3 relaciones contemporáneas en la matriz A, a partir de darle un orden a las variables. Se le otorgó el siguiente orden a las variables según la exogeneidad: INVNET, SENSEX, CAPITBSE.

### Resultados

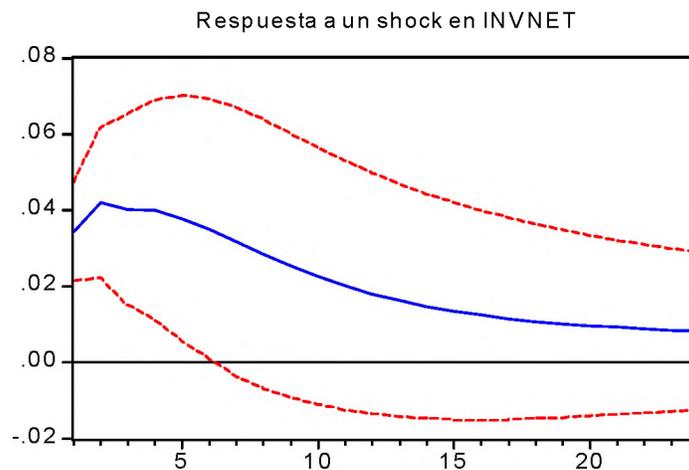
#### 1. Funciones impulso-respuesta:

Se muestran solo las funciones impulso-respuesta, de mayor relevancia para el análisis que se perseguía:

**Figura 1**  
**Respuesta del Índice SENSEX**



**Figura 2**  
**Respuesta de la capitalización del BSE**



- En cada gráfico, el eje horizontal representa 24 meses a partir del mes en que ocurre el shock (mes cero).
- El eje vertical es la respuesta de la variable en cada mes (1= 100%).
- Las líneas punteadas representan  $\pm 2$  desviaciones estándar.

## 2. Descomposición de la varianza

La interpretación económica de estos resultados se muestra en el epígrafe *Efectos de los flujos de capital en el mercado bursátil*

**Resumen de la descomposición de la varianza**  
**Del error de pronóstico, 24 meses**

Variables explicadas	Por shocks en		
	<i>INVNET</i>	<i>SENSEX</i>	<i>CAPITBSE</i>
<i>INVNET</i>	84,5	7,1	8,4
<i>SENSEX</i>	24,8	53,8	21,4
<i>CAPITBSE</i>	15,0	18,9	66,1