

La introducción de controles de capitales en Malasia

Por Geneviève Marchini

El 1ro. de septiembre de 1998, las autoridades de Malasia modificaban drásticamente las políticas aplicadas desde el año anterior para combatir los efectos de la crisis asiática: las medidas coyunturales de corte ortodoxo –flotación de la moneda nacional, acompañada de tasas de interés internas competitivas, para atraer o retener los fondos– fueron abandonadas, los funcionarios o responsables políticos opuestos al cambio, depuestos, y se introdujo un conjunto de disposiciones entre las cuales sobresalían la imposición de controles a ciertos tipos de flujos transfronterizos de fondos y la prohibición del mercado *offshore* del *ringgit* malayo. ¿Qué es lo que llevó a las autoridades de Malasia a apartarse de los programas de ajuste convencionales para adoptar medidas controvertidas, que desde luego no fueron bien recibidas tanto por los organismos financieros internacionales como por los inversionistas extranjeros? ¿Qué objetivos perseguían estas medidas y en qué consistían? Para contestar estas interrogantes, presentaremos en primer lugar el contexto económico nacional e internacional en el cual se ubica el cambio de política, para luego analizar las medidas mismas, su alcance y su propósito. En una tercera sección, se concluirá con algunas consideraciones más generales acerca de la vulnerabilidad de las economías “emergentes” a los flujos de capitales desestabilizadores, y de las medidas propuestas para remediarla parcialmente.

1. El contexto

Malasia forma parte del primer grupo de países arrastrados en la “crisis asiática”: después de un ataque especulativo, las autoridades se vieron obligadas, el 14 de julio de 1997, a dejar flotar la moneda nacional, que llegó a depreciarse un 35% en lo que

quedaba del año, alcanzando a mediados de 1998 un valor de 4.18 ringgit/dólar U.S (contra 2.5 RM/\$ U.S. antes de la crisis). Al igual que las demás economías afectadas en Asia del Sureste, el país había presentado elevadas tasas de crecimiento del PIB en los años anteriores a la crisis (en promedio superiores a 8% entre 1990 y 1997), acompañadas de baja inflación (cercana a 3% en 1996 y 1997) y de equilibrio fiscal. Sin embargo, las similitudes con los países vecinos no se limitaban a este buen desempeño macroeconómico, sino que incluían también señales alarmantes en la esfera financiera interna y en las cuentas externas. Así, en cuanto al primer aspecto, cabe señalar que Malasia experimentó en los años anteriores a la crisis una rápida expansión del crédito interno, asociada a una fuerte concentración del riesgo en un sector inmobiliario altamente especulativo¹, características que han sido señaladas repetidamente como precursores de crisis bancarias y/o financieras, y en 1996 se estimaba que cerca de 10% de los préstamos bancarios eran de calidad dudosa o irrecuperables. En lo que respecta a las cuentas externas, Malasia presentó durante toda la década de los 90 un profundo déficit en cuenta corriente, que alcanzó más de 8% del PIB en 1995, reduciéndose a alrededor del 5% en 1996 y 1997, una cifra que seguía siendo considerable.

Sin embargo, algunos indicadores señalaban un menor nivel de riesgo para Malasia que para sus vecinos: su endeudamiento externo era relativamente

1 Esta concentración ha sido estimada a alrededor de 30 a 40% de los activos bancarios, Corsetti, Pesenti & Roubini, 1998.

más reducido y se mantuvo estable, a la vez que la notable extroversión del país (la razón exportaciones+importaciones/PIB superó 90% desde 1994) volvía más fácil su servicio, que se estableció, entre 1991 y 1996, en un nivel inferior a 8% del valor de las exportaciones. La composición por plazos de esta deuda era también más favorable para Malasia, pues sólo 27% del total se encontraba contratado a corto plazo; en consecuencia, algunos indicadores de vulnerabilidad financiera, como la relación entre las deudas de corto plazo y las reservas internacionales, mostraban un menor nivel de riesgo². Finalmente, cabe señalar que en la década de los 90, el déficit en cuenta corriente estuvo financiado en su totalidad por las entradas de Inversión Extranjera Directa, flujos que responden más al comportamiento de los “fundamentales” de la economía que a factores coyunturales (diferenciales de tasas de interés por ejemplo), y que se presumen por lo tanto menos volátiles.

Aún cuando no evitaron que el país se viera envuelto en la crisis, estas características del financiamiento externo de Malasia resultaron de gran importancia en los meses posteriores a ésta. En efecto, brindaron al gobierno malayo un margen de maniobra más amplio que en otros países; éste pudo aplicar sus propias políticas de ajuste sin pasar por la aprobación del FMI, pues no tuvo que recurrir a préstamos condicionados de los organismos financieros internacionales³. En un primer momento, las medidas aplicadas aportaron una respuesta más bien ortodoxa a la crisis⁴, es decir que

procuraron estabilizar la economía a través de una política monetaria restrictiva y de austeridad, a la vez que empezaban a tratar los problemas fundamentales, como la rehabilitación del sistema financiero, que mermaban la confianza de los inversionistas internacionales; todo ello se dio sin modificar el contexto de apertura económica y financiera.

A mediados de 1998, se deteriora notablemente el contexto económico internacional, un hecho que resulta esencial para comprender el giro que se da en la política económica seguida por Malasia. En primer lugar, se observan las primeras señales de la profundidad alcanzada por la crisis en las economías afectadas: la caída del PIB es brutal y las expectativas de crecimiento para la economía mundial en su conjunto se revisan hacia abajo. A través de los mercados mundiales de bienes, en especial las materias primas cuya cotización se derrumba, esta crisis localizada empieza a propagar sus efectos hasta otras economías tanto desarrolladas como en desarrollo. Simultáneamente, el aparente desmoronamiento del “milagro asiático” modifica el parecer de los inversionistas acerca de las economías emergentes: éstos reducen su apetito para inversiones de mayor riesgo relativo y en consecuencia, el financiamiento internacional disponible para este tipo de agentes se encarece notablemente a la vez que se vuelve más escaso⁵. Este endurecimiento de las condiciones en los mercados financieros internacionales tiene rápidamente consecuencias para los deudores más

2 En 1996, la relación entre las deudas de corto plazo contratadas con bancos pertenecientes al ámbito del Banco Internacional de Pagos y las reservas internacionales era de 47% para Malasia, contra 181% para Indonesia, 169% para Tailandia, 77% para las Filipinas y 213% para Corea del Sur.

3 En la región, Indonesia, Tailandia y Corea del Sur tuvieron que recurrir a préstamos condicionados del FMI.

4 El énfasis puesto por las autoridades alrededor de la defensa del nivel de vida y de la conservación del nivel de actividad constituye sin embargo un rasgo no propiamente ortodoxo de estas políticas.

vulnerables, entre los cuales se cuenta en primer lugar Rusia, que declara en julio de 1998 una moratoria sobre parte de su deuda, y es objeto de un rescate financiero en agosto, concretizado mediante una intervención del FMI. La conmoción financiera generada por la crisis rusa empeora entonces las condiciones que se acaban de describir: se eleva la volatilidad de los flujos financieros para las economías emergentes, el escaso financiamiento sigue encareciéndose.

Estas características de la evolución financiera internacional durante los ocho primeros meses de 1998 revisten gran importancia para el análisis de la decisión de las autoridades malayas, pues su justificación oficial hace referencia explícita a la inestabilidad de los mercados financieros internacionales y a sus efectos potencialmente dañinos para la economía nacional.

2. La introducción de controles selectivos de capitales

El 1ro de septiembre de 1998, Malasia incorporaba controles selectivos de capitales entre sus instrumentos de política económica. Estas medidas perseguían “restablecer la independencia monetaria y aislar la economía de Malasia de las perspectivas de un mayor deterioro en el contexto económico y financiero mundial

5 En los mercados de bonos, se ensancha el diferencial de tasas de interés entre las emisiones de los deudores emergentes y las emisiones de deudores desarrollados de bajo riesgo (como las emisiones del gobierno de EE.UU.), mientras que los bancos de economías desarrolladas disminuyen su exposición en relación con estos mercados, contrayendo los préstamos ofrecidos.

El 1ro de septiembre de 1998, Malasia incorporaba controles selectivos de capitales entre sus instrumentos de política económica.

(Bank Negara Malaysia, 1998-1, p.2)”. Sus objetivos específicos consistían en: 1. Limitar los efectos de contagio provenientes de la economía mundial; 2. Preservar los logros alcanzados desde el inicio de la crisis en materia de estabilización, y finalmente 3.

Asegurar la estabilidad de precios y del tipo de cambio y crear un ambiente propicio a la recuperación de la confianza y a la reanudación del crecimiento (Ibid.). Para alcanzar estos objetivos se introdujeron dos conjuntos de medidas destinadas a reducir las operaciones que se

consideraron especulativas. Así, se decidió eliminar tanto las transacciones off-shore en ringgit malayo como las operaciones que se realizaban fuera de las fronteras con valores negociables malayos, y se desincentivaron los flujos de capitales de portafolio demasiado volátiles al introducir un requisito de permanencia mínima de un año en el país para estas inversiones. Finalmente, el 2 de septiembre, se fijaba el tipo de cambio en relación con el dólar en una paridad de 3.8 RM/\$ U.S. En el plano interno, estas medidas estuvieron acompañadas de disposiciones que buscaron elevar la disponibilidad de fondos y reducir su costo. Por último, cabe señalar que los controles no se aplicaron a las transacciones de la cuenta corriente ni a los flujos de inversión extranjera directa. Veamos ahora con mayor detalle en qué consistieron estas políticas y a que respondían.

La secuencia de medidas aplicada se inició a finales de agosto, cuando las autoridades malayas tomaron disposiciones que prohibieron las transacciones realizadas con valores malayos en las plazas financieras regionales, más específicamente en Singapur. En efecto, una proporción importante de las operaciones de compra-

venta de acciones malayas se estaba efectuando en el marco de un mercado de mostrador operado por la Bolsa de Valores de Singapur, y las autoridades malayas argumentan que, aún cuando estos valores no estaban registrados en la bolsa de valores de Kuala Lumpur, las operaciones especulativas llevadas a cabo en este mercado foráneo afectaban negativamente el valor del índice accionario nacional, que había caído de un nivel de 1200 puntos a 260 (Mahathir Mohamad, 1999). La prohibición de operaciones offshore con valores nacionales concentró todas las transacciones en la Bolsa de Valores de Kuala Lumpur (KLSE); por otro lado, la obligación de permanencia mínima de un año en el país para las inversiones de portafolio, congeló los fondos que todavía quedaban –se estima que constituían una parte mínima de las inversiones existentes antes de la crisis– y cerró la posibilidad de especular a la baja en el KLSE.

Estas medidas se complementaron con una serie de disposiciones que volvieron ilegal el mercado offshore del ringgit, asociado también con las presiones especulativas ejercidas sobre la moneda y los valores nacionales. El mercado offshore del ringgit, principalmente ubicado en la plaza financiera de Singapur⁶, habría sido, antes de la imposición de los controles, el teatro de la construcción de posiciones cortas (típicas de la especulación a la baja) en contra de esta moneda (FMI, 1999); la demanda de crédito de muy corto plazo en ringgit de parte de los especuladores empujaba hacia arriba las tasas de interés en este mercado,

6 Se estima que 90% de las transacciones *offshore* de la moneda nacional malaya se realizaban en Singapur (FMI, 1999).

7 La desmonetización de billetes de alta denominación (de 500 y 1000 *ringgits*), anunciada el 12 de septiembre, se utilizó con seguridad como un “incentivo” adicional a la repatriación de circulante.

lo cual propiciaba la salida de la moneda nacional y presionaba a su vez sobre las tasas de interés internas. Ahora bien, el elevadísimo grado de apalancamiento de la economía de Malasia –¡la razón del crédito al PIB se establecía en 178% en 1997!– volvía toda alza de la tasa de interés muy riesgosa. Se entiende entonces que recobrar el control de la moneda nacional constituyó una prioridad para las autoridades del país. Para ello, se introdujeron las medidas siguientes. Para evitar las salidas de ringgits y propiciar el regreso de los fondos líquidos ya invertidos en el exterior, se estipuló en primer lugar que las operaciones de comercio exterior debían realizarse obligadamente en divisas y se limitaron los montos de moneda nacional que los viajeros pueden llevar o traer consigo. En segundo lugar, se otorgó un plazo de un mes para la repatriación libre de los fondos sobre cuentas residentes, sea a partir de cuentas externas, sea mediante la importación de dinero líquido⁷.

Por otro lado, con el objetivo de cortar todo financiamiento local a la especulación, se restringieron las operaciones realizables por no-residentes a través de sus cuentas externas⁸ (cuentas establecidas a nombre de no-residentes en bancos malayos) y se prohibió a los intermediarios locales otorgar crédito a las sucursales de bancos o de casas de bolsa extranjeras. Simultáneamente, se retiró a los bancos offshore que operaban en el Centro Financiero Internacional Offshore de Labuan la autorización de operar con instrumentos denominados en ringgit. Finalmente, se limitaron y se reglamentaron las inversiones realizables por residentes en el exterior. Este conjunto de medidas permitió una apreciación de la moneda local,

8 Las transferencias de fondos entre estas cuentas fueron prohibidas, el origen de los fondos depositados limitado a ciertas operaciones y el uso de los recursos sólo se restringió a inversiones en *ringgit*, en Malasia.

y su fijación posterior en relación con el dólar el 2 de septiembre (Bank Negara Malaysia, 1999-1).

En el ámbito interno, los controles de cambios fueron acompañados por medidas de reactivación del crédito bancario: se fijó a cada banco un objetivo de crecimiento de la oferta de préstamos de 8% anual, se comprimió el margen de intermediación bancaria para abaratar el crédito y se relajaron los criterios establecidos para clasificar un activo en la categoría de "cartera vencida", sujeta a la constitución de provisiones por pérdidas. El efecto de estas disposiciones fue reforzado por la elevación de la liquidez consecutiva a la repatriación de fondos propiciada por el cierre de los mercados offshore del ringgit, así como por los depósitos efectuados en respuesta a la desmonetización de ciertos billetes. Por otro lado, las autoridades aprovecharon el mayor grado de aislamiento financiero de la economía nacional para emprender la rehabilitación del sistema bancario, y establecieron instituciones destinadas a resolver el problema de la cartera vencida (Danaharta), a recapitalizar los bancos (Danamodal) y a reestructurar la deuda empresarial (Comité Director de la Deuda Corporativa), (Zeti Akhtar Aziz, 1998).

En febrero de 1999, los controles fueron flexibilizados⁹: en lo que concierne a los fondos invertidos antes del 15 de febrero de 1999, el requisito de permanencia mínima de 12 meses impuesto a los inversionistas

9 En enero, se dieron medidas relacionadas con la inversión de portafolio en las bolsas *Commodity and Monetary Exchange of Malaysia* y *Kuala Lumpur Options and Financial Futures Exchange*, manejándose los fondos de los inversionistas a través de cuentas externas especiales (*Designated External Accounts*) en ringgit (Bank Negara Malaysia, 1999-1, 1999-2).

extranjeros ha sido reemplazado por un sistema de castigos diferenciados en función del tiempo de permanencia de los fondos. De esta manera, si los inversionistas repatriaban sus fondos después de una estancia en Malasia inferior a los siete meses, debían pagar derechos equivalentes a 30% del valor del capital invertido; el importe de estos derechos caía a 20% para inversiones de entre siete y nueve meses de duración, a 10% si el plazo estaba comprendido entre nueve y doce meses, anulándose el pago del derecho si los fondos habían permanecido invertidos en el país por más de un año (Bank Negara Malaysia, 1999-3). Los fondos invertidos después del 15 de febrero ya no estaban sujetos a estos derechos aplicables al principal, sino a una imposición de las ganancias diferenciada que busca favorecer la permanencia de los fondos en el país más allá de un período de doce meses.

Conclusión

Los controles selectivos de capitales introducidos por Malasia, inicialmente anunciados como un dispositivo de carácter provisional, que se levantaría apenas se restableciera la "normalidad" en la economía y en los mercados financieros mundiales, se mantienen hasta la fecha. Aún cuando fueron flexibilizados, su abolición no parece estar todavía a la orden del día. La actitud internacional hacia estas medidas de corte dirigista se ha modificado; en Asia, se pasó del rechazo inicial a una opinión más mesurada: en febrero de 1999, varias de las opiniones expresadas en el marco de la décima conferencia empresarial anual de la *Asia Society* en Manila traducían una aprobación implícita de la decisión tomada por las autoridades de Malasia (Asia Intelligence Update, 1999). La mejoría en la opinión de los inversionistas quedó confirmada cuando Malasia pudo colocar una emisión de bonos en los mercados financieros internacionales en mayo de 1999.

Las opiniones relativas a la eficiencia de las medidas varían ampliamente: abarcan desde la satisfacción expresada por las autoridades del país –recuperación económica, valor adecuado del *ringgit* y acumulación de reservas internacionales– hasta las dudas que manifiestan los analistas del FMI, quienes aceptan sin embargo que Malasia no se ha comportado peor que sus vecinos que aplicaron programas más ortodoxos y que el deseo de proteger la economía era, después de todo, “comprensible”. Es indudable que la introducción de los controles no produjo ninguna catástrofe macroeconómica o financiera, y que el desempeño de Malasia ha sido satisfactorio, pero la medida tampoco ha sido imitada en la región, probablemente en razón de la recuperación actual de las economías.

La vía elegida por Malasia agrega un ejemplo más a la lista de países emergentes que introdujeron con cierto éxito controles selectivos de capitales para protegerse de los flujos de fondos especulativos; en efecto, en la actualidad, se multiplican las dudas acerca de la capacidad, para una economía pequeña y abierta como lo es Malasia, de combinar estabilidad y crecimiento económico con la libertad irrestricta de los flujos de capitales transfronterizos. Ahora bien, las medidas aplicadas sólo protegen parcial y temporalmente las economías, y no cabe duda que para mejorar su posición, se requiere una reforma a profundidad del actual sistema financiero internacional.

Fuentes: Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti & Nouriel Roubini (1998): *What caused the Asian currency and financial crisis?*, NBER Working Paper Fondo Monetario Internacional (1999): *International Capital Markets 1999*, Washington.

Fuentes INTERNEET: Asia Intelligence Update (1999): *Asia Forgives Malaysian Capital Controls*, 26/02/1999, en <http://www.stratford.com>. Bank Negara Malaysia (1998-1): *Press Release: Measures to Regain Monetary Independence*, 1/09/1998, <http://www.bnm.gov.my>. Bank Negara Malaysia (1998-2): *Stabilizing the ringgit and exchange controls*, 6/10/1998, <http://www.bnm.gov.my>. Bank Negara Malaysia (1999-1): *FYI: Operational and Control Procedures for Management of Designated External Accounts (DEA)*, 13/01/1999, <http://www.bnm.gov.my>. Bank Negara Malaysia (1999-2): *FYI: Designated Accounts for Futures Trading*, 13/01/1999, <http://www.bnm.gov.my>. Bank Negara Malaysia (1999-3): *Press Release: Repatriation of Portfolio Capital*, 4/02/1999, <http://www.bnm.gov.my>. Mahathir Mohamad (1999): *Bounce back from the brink*, discurso pronunciado por el Primer Ministro de Malasia en el Foro Económico Mundial de Davos, Suiza, el 29/01/1999, en www.geocities.com. Zeti Akhtar Aziz (1998): *Preparing for the New International Financial Architecture: Malaysia's Programme*, discurso pronunciado en la conferencia internacional “Managing the Asian Financial Crisis: Lessons and Challenges”, Kuala Lumpur, 2-3 de noviembre, <http://www.bnm.gov.my/spch/1998/1102.htm>. «»

Las políticas comerciales de Malasia y su relación con México

Por Agustina Rodríguez Alegría

En la década de los sesenta, la participación de Malasia en los mercados internacionales era poco significativa, ocupaba el

cuadragésimo noveno lugar en el comercio internacional. No obstante la adopción paulatina de nuevas políticas y la