

REVISTA

de la

C E P A L

NUMERO 51
DICIEMBRE 1993
SANTIAGO DE CHILE

ANIBAL PINTO
Director

EUGENIO LAHERA
Secretario Técnico



NACIONES UNIDAS

SUMARIO

Inauguración de la Sala Fernando Fajnzylber y lanzamiento de la Revista de la CEPAL Nº 50	7
<i>Gert Rosenthal y Alejandro Foxley</i>	
Las transnacionales y la industria en los países en desarrollo	15
<i>Michael Mortimore</i>	
¿Dónde estamos en política industrial?	37
<i>Wilson Peres Núñez</i>	
El desafío de la competitividad industrial	51
<i>Rudolf M. Buitelaar y Leonard Mertens</i>	
Integración y desintegración social rural	71
<i>Martine Dirven</i>	
Los pueblos indígenas y la modernidad	89
<i>John Durston</i>	
Productividad y trabajo de la mujer en los Estados Unidos	101
<i>Inés Bustillo y Nancy S. Barrett</i>	
Efectos de las corrientes de capital sobre la base monetaria	111
<i>Helmut Reisen</i>	
Viejas y nuevas políticas comerciales	123
<i>Daniel Lederman</i>	
Integración y desviación de comercio	133
<i>Renato Baumann</i>	
Integración europea y comercio latinoamericano	149
<i>Miguel Izam</i>	
El actual debate sobre los recursos naturales	163
<i>Fernando Sánchez Albavera</i>	
Orientaciones para los colaboradores de la Revista de la CEPAL	179
Publicaciones recientes de la CEPAL	180

Efectos de las corrientes *de capital sobre la* base monetaria

Helmut Reisen

*Jefe de investigación
financiera en el Centro de
Desarrollo de la Organiza-
ción de Cooperación y
Desarrollo Económicos
(OCDE), en París.*

La gran afluencia de capital hacia algunos países de América Latina a partir de 1990 constituye una ventaja a medias: hace más difícil conciliar la desinflación en el país con la competitividad externa. En gran parte, las corrientes de capital involucradas parecen ser temporales más que permanentes. Las permanentes debieran ser enfrentadas con una flotación ascendente de la moneda nacional, y las temporales con una intervención esterilizada en el mercado de divisas. Según datos recientes, la intervención esterilizada es más eficaz y conlleva menores costos fiscales de lo que suele afirmarse a menudo. Las políticas aplicadas en Asia al respecto sugieren formas de revalorizar la intervención esterilizada aun con mercados de valores poco desarrollados.

I

El entorno de política

A partir de 1990, la afluencia de capital a gran parte de América Latina se ha reanudado de manera importante. La región, que a fines de los años ochenta recibía cerca de 8 000 millones de dólares al año como promedio, vio elevarse la cifra a 24 000 millones en 1990, 40 000 millones en 1991 y 57 000 millones en 1992. Por cierto que después de un decenio de escasez de capital extranjero, resulta grato que la región sea redescubierta como lugar viable para la inversión de fondos existentes en los mercados financieros mundiales, más grato aún si los inversionistas extranjeros están dispuestos a pagar precios más altos por los activos internos de países de la región, y todavía más grato si la afluencia implícita de capitales es sostenible.

Una interpretación optimista de los orígenes y la permanencia de las actuales corrientes de capital hacia América Latina excluiría otorgar un papel de importancia a intervenciones de política. Según esa interpretación, la reanudación de las corrientes de recursos se debería a acciones de los propios países receptores: los presupuestos equilibrados, la inflación más baja, la privatización y desregulación, la liberalización comercial y la reestructuración de la deuda externa han contribuido a la reincorporación de América Latina a

la lista de lugares viables para inversiones. Habría entonces pocos motivos para esperar que a corto plazo las corrientes de capital que hoy fluyen hacia América Latina se revirtieran.

Sin embargo, el episodio actual de afluencia cuantiosa de capital no es el primero de este siglo. El más reciente ocurrido antes de los años noventa tuvo lugar entre 1978 y 1982 y se tradujo en la crisis de la deuda externa latinoamericana (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993, pp. 108-151). Otro episodio importante se observó en los años veinte. Ambos períodos estuvieron dominados por la llegada de capitales desde los Estados Unidos, y en ambos casos los flujos se revirtieron, provocando crisis importantes. En la situación actual no se puede excluir la posibilidad de reversión, puesto que gran parte de las corrientes de capital parecen ir tras las elevadas diferencias que existen entre las tasas de interés de Estados Unidos, por un lado, y de América Latina, por el otro. Las corrientes temporales pueden dar origen, por una parte, a intervenciones de política, ya que una reversión repentina puede desencadenar una crisis financiera interna y los capitales temporales causan una apreciación real no deseada de la moneda nacional, y por otra parte, a una mala asignación de los recursos.

II

La afluencia de capital en los años ochenta:**¿dinero “frío” o “caliente”?**

Según muchos observadores, hoy son menos probables que en el pasado un cambio de fortuna y una reversión de las corrientes de capital. Algunos sostienen que los capitales que ingresan a la región no son en absoluto dinero “caliente” (temporal, especulativo), sino “tibio a frío” (viene para quedarse, como la inversión extranjera directa), y que la proporción de dinero “frío” seguirá aumentando. Nunnenkamp

(1993), por ejemplo, arguye que la estructura de las corrientes de capital hacia América Latina se asemeja mucho a la de aquellas que se dirigen al Asia oriental y que la posibilidad de que ellas se reviertan está vinculada más bien a las políticas del país receptor. Desde ese punto de vista, no es probable que las corrientes de capital hacia América Latina se reviertan mientras se mantengan las reformas económicas. De hecho, por la precaria información disponible acerca de esas corrientes, es difícil poder juzgar la “temperatura” del dinero que la región recibe en la actualidad.

□ Parte de este artículo apareció originalmente en Reisen, 1993, pp. 21-23.

Turner (1991) ha examinado recientemente, con referencia a los países industrializados, la inestabilidad de diferentes rubros de las cuentas de capital, con el fin de establecer una distinción entre las corrientes permanentes y las temporales, y entre las corrientes autónomas y las que responden al estímulo del entorno económico (adaptables o acomodaticias). Para el período 1975-1989, las corrientes de capital que estaban más altamente correlacionadas con las necesidades de financiamiento fueron clasificadas como las más acomodaticias. Los tipos de corrientes de capital más acomodaticios correspondieron con bastante exactitud a las corrientes más transitorias, representando su variabilidad por el coeficiente de variación durante el período 1975-1988. Turner finalmente hizo una clasificación de cuatro rubros de las cuentas de capital, yendo desde las corrientes más autónomas y permanentes hasta las más acomodaticias y temporales (inestables): i) préstamos bancarios a largo plazo, ii) inversión extranjera directa, iii) inversión de cartera y iv) corrientes bancarias de corto plazo.

No debiera haber motivo de preocupación ni intervenciones de política cuando el ingreso neto de capital consiste principalmente en préstamos bancarios a largo plazo e inversión extranjera directa. Sin embargo, desde la crisis de la deuda, los préstamos bancarios a largo plazo han sido una fuente de financiamiento externo poco significativa para América Latina. La inversión extranjera directa, el segundo componente de la afluencia de capital "frío", ha disminuido de hecho como proporción de la afluencia neta de capital, de 40% en 1990 a 30% en 1991 y a 27% en 1992 (Jaspersen y Ginarte, 1993).

Las corrientes privadas de inversiones de cartera están en aumento y se convertirán en la fuente más importante de financiamiento externo en los países en desarrollo avanzados. Según estimaciones de *The AMEX Bank Review*, desde 1989 hasta junio de 1992 América Latina recibió el grueso de tales corrientes, con 31 600 millones de dólares, en tanto que Asia recibió solamente 13 300 millones en el mismo período. Los países de América Latina son más abiertos (con la excepción de Chile) que los mercados de Asia y por lo tanto predominan en las corrientes de inversiones de cartera: representan más de la mitad del índice de valores de inversión de la Corporación Financiera Internacional (CFI), en comparación con apenas una tercera parte del índice de cobertura amplia de la CFI.

El desglose de las corrientes de inversiones de cartera reportadas por la Organización de Cooperación

y Desarrollo Económicos (OCDE) no permite emitir un juicio sobre las posibilidades de que ellas se reviertan (cuadro 1). Se necesitarían más datos (coherentes en todas las fuentes), en especial acerca de los orígenes de las inversiones (Gooptu, 1993). Cabe suponer que los inversionistas institucionales (como los fondos de pensiones y las compañías de seguros de vida) tienen una mayor aversión al riesgo y buscan participar en inversiones de largo plazo y alto rendimiento. Las entidades que manejan eurobonos estarán interesadas en diversificar su cartera, para aprovechar rentabilidades medias más altas y la baja correlación de la rentabilidad entre los mercados financieros emergentes y los establecidos. Si bien este grupo de inversionistas adquirirá mayor importancia para América Latina en el futuro, no pareció ser, a comienzos del decenio de 1990, el principal origen de la inversión de cartera. La mayor parte de este último tipo de inversión ha provenido de fuentes más especulativas que esperan ganancias de corto plazo: principalmente residentes nacionales con tenencias en el extranjero, inversionistas extranjeros privados y fondos administrados (fondos de países y fondos mutuos).

CUADRO 1

OCDE: Corrientes de inversiones de cartera hacia América Latina
(Miles de millones de dólares)

	1990	1991	1992
Nuevas emisiones de bonos	1.0	4.6	8.2
Capitales sociales	-	4.4	4.5
Servicios de empréstitos ^a	-	4.7	6.4
	1.0	13.7	19.1

Fuente: Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), 1993.

^a Incluye mecanismos de emisión de pagarés, mecanismos de componentes múltiples y otros mecanismos garantizados por los bancos (sólo en el caso de México), así como programas de valores eurocomerciales y otros tipos de empréstitos no garantizados de consorcios.

Hay varias razones para considerar transitoria más que permanente la tasa actual de ingreso de capital. En primer lugar, una gran parte de esa afluencia se ha producido en respuesta a la privatización, que en países como Chile y México en general ya se ha completado (Oks y Van Wijnbergen, 1993). En segundo lugar, parte de la mayor afluencia de capital se ha debido al regreso de capital fugado, que sólo se puede repatriar una vez. En tercer lugar, la pronunciada baja de las tasas de interés de corto

portante estímulo al traslado de activos desde ese país hacia América Latina (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993, pp. 108-151). Esa baja redujo el servicio de la deuda externa contraída a un tipo de cambio flotante, mejorando así la solvencia de los deudores latinoamericanos, y acentuó el incentivo no sólo para la repatriación de fondos mantenidos en los Estados Unidos, sino también para la obtención por América Latina de empréstitos en los mercados de capitales estadounidenses. Del mismo modo, un cambio cíclico futuro en los Estados Unidos hacia mayores niveles de actividad y rentabilidad de los activos estará asociado con una disminución o una reversión de las corrientes de capital hacia América Latina. En cuarto lugar, algunos países —sobre todo México, Argentina y Perú— dependen fuertemente de entradas de capital de corto plazo que pueden revertirse con rapidez si cambian las percepciones de los inversionistas. Obsérvese que la estructura y los plazos de los capitales que entran dependerán del régimen cambiario (Schweickert, 1993). Mientras

sea creíble una vinculación, por ejemplo, al dólar de los Estados Unidos, los inversionistas podrán explotar las diferencias nominales entre las tasas de interés nacionales y extranjeras de corto plazo; es probable que la vinculación aumente la participación de las corrientes transitorias en la entrada de capital. El repunte reciente de la afluencia de capital hacia América Latina puede pues interpretarse como el resultado de fenómenos tanto cíclicos como de ajustes discretos en la composición de la cartera, con muy pocas probabilidades de mantenerse. Por último, pero no por ello menos importante, la posibilidad de que se mantengan las corrientes de capital hacia la región dependerá en gran medida del comportamiento futuro de las exportaciones. Desde la crisis de la deuda de América Latina, las exportaciones se han convertido en un importante indicador de solvencia; las relaciones entre el monto de la deuda y las exportaciones y entre el servicio de la deuda y las exportaciones se usan ahora en forma regular para cuantificar el riesgo del país.

III

Los argumentos en favor de la intervención esterilizada

El redescubrimiento de América Latina para las carteras mundiales de activos ha significado, después de muchos años de restricción del crédito, una efectiva apertura financiera de la región. La afluencia de capital resultante hace que la moneda nacional se valore en términos reales, a menos que haya una intervención esterilizada en el mercado de divisas. La moneda se valoriza en términos nominales cuando el tipo de cambio es flexible; el nivel de precios internos aumenta cuando el tipo nominal está fijo. La valorización real de la moneda, tanto en un régimen cambiario plenamente flotante como en uno administrado, se debe a que las autoridades monetarias no logran suministrar la combinación de activos que exigen ahora los inversionistas nacionales y extranjeros. Las autoridades no hacen nada en el caso del tipo de cambio flotante; emiten dinero a cambio de activos extranjeros en el caso del tipo de cambio fijo o administrado. En lugar de ello deberían emitir bonos, en una intervención esterilizada (Kenen, 1993, pp. 237-262). En la medida en que la reforma y la estabilización hagan

que los inversionistas aumenten su demanda tanto de dinero nacional como de bonos nacionales, la respuesta óptima será una mayor oferta monetaria y una esterilización parcial (Frankel, 1993). Sin embargo, muchos economistas desechan la intervención esterilizada, por varias razones.

En primer lugar, aunque hay acuerdo entre los economistas en el sentido de que la intervención no esterilizada (como cualquier otra política monetaria) puede afectar a los tipos de cambio nominales, la eficacia de la intervención esterilizada es mucho más controvertida. Se sostiene con frecuencia que cambiar la composición de los activos de los bancos centrales sin cambiar su magnitud global no puede ser una política eficaz para influir en el precio relativo de dos monedas.

Tal agnosticismo desestima dos vías a través de las cuales la intervención esterilizada puede influir en los tipos de cambio:

i) La vía de la información: se ha sugerido (Kenen, 1987, pp. 194-199) que las señales de interven-

ción pueden en verdad cambiar la confianza del mercado en sus propias proyecciones cuando las expectativas son heterogéneas y en especial cuando parece estar formándose una burbuja. En este caso, se supone que la autoridad monetaria tiene más información que el mercado acerca de los factores fundamentales pertinentes y que puede transmitir esa información. Sin embargo, si la información que se revela implica intenciones propias de políticas futuras, entonces la intervención esterilizada no debe considerarse un instrumento independiente para los bancos centrales.

ii) La vía del equilibrio de la cartera: en caso de afluencia de capital, el aumento correspondiente de los activos extranjeros netos del banco central será esterilizado por una oferta creciente de bonos en moneda nacional. Si los bonos nacionales o extranjeros son sustitutos imperfectos (debido al riesgo monetario o soberano), los inversionistas necesitarán una mayor rentabilidad esperada de los bonos nacionales para mantener sus acervos de ellos, y la moneda tenderá a depreciarse. Un vistazo a algunas publicaciones (Cumby y Obstfeld, 1983, pp. 245-249, sobre México; Edwards y Khan, 1985, pp. 377-403, sobre Colombia) sugiere que la vía del equilibrio de la cartera puede ser aprovechada por las autoridades monetarias de América Latina. La paridad sin cobertura de tasas de interés no se verifica, y existe una relación estable entre la deuda interna del gobierno y la diferencia entre la tasa de interés interna y la externa.

En los países de la OCDE, datos empíricos recientes demuestran que las operaciones de intervención esterilizada de hecho afectan a los tipos de cambio. Aunque Jurgensen (1983) solamente halló efectos transitorios y de poca monta en el período 1973-1981, los estudios de las políticas de intervención en los años ochenta indican que las operaciones más recientes han tenido mayor eficacia (Domínguez y Frankel, 1990). Un nuevo estudio, en el que se utilizó información diaria sobre las operaciones de 16 bancos centrales que participaron en el procedimiento, muestra que las intervenciones coordinadas efectuadas con posterioridad al Acuerdo del Plaza¹ demostraron en la práctica ser eficaces y reiteradamente vigorosas, lo suficiente como para revertir la orientación de mercado de los tipos de cambio (Catte, Galli y Rebecchini, 1992, pp. 17-21). El mayor apoyo empírico a la eficacia de la intervención esterilizada puede explicarse por el hecho de que en los años ochenta las autoridades estadounidenses, japonesas y alemanas evitaron inter-

venciones contrapuestas, a diferencia de lo sucedido en el decenio anterior. Por consideraciones de eficacia se requiere también cierta flexibilidad del tipo de cambio, para que el inversionista tenga clara conciencia de que el tipo de cambio es variable (Frankel, 1993).

Una segunda objeción a la intervención esterilizada, que se ha planteado especialmente en el ámbito de América Latina (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993, pp. 108-151), deriva de los supuestos costos fiscales, y se basa en dos argumentos. Primero, para atenuar la valorización, el banco central por lo general tiene que cambiar divisas de bajo rendimiento por bonos internos de alto rendimiento; la diferencia acumulada de los tipos de interés puede convertirse en una importante carga fiscal (o cuasifiscal). Segundo, la intervención esterilizada impide al gobierno reducir la carga que le significa el servicio de la deuda, al impedir la baja de la tasa de interés interna que normalmente acompaña a una entrada de capital.

Es improbable que ambos argumentos se sostengan en términos de valor actual si la afluencia de capital y la valorización del tipo de cambio se califican correctamente de transitorias.

Si las primas por riesgo en las tasas de interés internas son suficientemente pequeñas, las pérdidas fiscales a corto plazo derivadas de cambiar divisas de bajo rendimiento por bonos internos de alto rendimiento deberían quedar parcialmente compensadas por una subsiguiente ganancia de capital derivada de la valorización de las reservas en divisas. El banco central, al igual que el especulador estabilizador de Friedman (1953, pp. 157-203), debe ganar dinero comprando dólares cuando son baratos (en términos de moneda nacional) y vendiéndolos cuando son caros. Además, los hechos demuestran, en el caso de los países en desarrollo, que las diferencias entre la rentabilidad interna y la externa no alcanzan a compensar las pérdidas por concepto de depreciación (Frankel, 1989). Esto indicaría que las autoridades obtienen una utilidad fiscal neta por llevar a cabo una intervención esterilizada de entradas transitorias de capital. Téngase presente que la intervención esterilizada puede hacer subir las tasas de interés cuando la perturbación no es externa, como se supone aquí, sino debida a una demanda interna más alta de dinero o a un mejoramiento de la balanza comercial que requieren una expansión monetaria o fiscal (Frankel, 1993).

Si bien es cierto que la intervención esterilizada impide la baja de las tasas de interés que normalmente acompaña a la entrada de capital, esto no significa

¹ Suscrito en Nueva York en 1985 por el Grupo de los Siete.

que otros regímenes cambiarios hayan de ser más favorables a más largo plazo. La intervención esterilizada tiene como objetivo atenuar el ajuste excesivo del tipo de cambio real. Ello implica una menor apreciación real de la moneda, primero, y una menor depreciación real al volver a la tasa de equilibrio después. La paridad de tasas de interés exige un movimiento correspondiente de las tasas de interés reales: con la intervención esterilizada, una menor valorización real supone un nivel comparativamente más alto de tasas de interés reales, el que luego es compensado por tasas de interés comparativamente más bajas cuando la moneda se deprecia. Pero lo que verdaderamente importa para la dinámica de la deuda pública a la larga es el aumento del producto interno bruto (PIB) real en relación con las tasas de interés reales (Reisen, 1989). El ejemplo de Asia sugiere que la intervención esterilizada puede lograr que se mantengan los agregados monetarios dentro de lo previsto, consiguiendo así mantener bajas las expectativas inflacionarias; que a la vez atenúa la variabilidad del tipo de cambio real, controlando de esa manera el riesgo cambiario, y que la inflación baja y los tipos de cambio estables son buenos para el crecimiento a largo plazo.

Una tercera objeción a la intervención esterilizada aduce que los países en desarrollo pueden experimentar problemas prácticos con ella debido al insuficiente desarrollo de los mercados de valores

nacionales (Fischer y Reisen, 1992). La falta de títulos de deuda pública (frecuente en los países asiáticos) fuerza a los bancos centrales a emitir obligaciones propias, lo que abulta sus pasivos en relación con la base monetaria. Al ejercer presión sobre los programas de refinanciamiento de los pasivos de los bancos centrales, la intervención esterilizada puede poner en peligro el futuro control de esa base. Esto puede atenuarse en cierto grado desplazando la intervención en el mercado de divisas desde el mercado al contado hacia el mercado a plazo. Finalmente, con mercados de valores nacionales muy poco profundos, la intervención esterilizada en los países en desarrollo puede provocar una contracción de la oferta monetaria, que se haría sentir con mucho más rapidez que en un país típico de la OCDE: la distribución sectorial de la restricción del crédito interno se hace más pronunciada; los costos del capital de explotación para prestatarios no preferidos en los mercados de crédito informales aumentan con mayor rapidez, y la venta de bonos del Estado tiende a desplazar al mercado poco desarrollado de bonos de sociedades anónimas. No obstante, estas son objeciones de segundo orden a una respuesta de primer orden en materia de políticas. Algunos ejemplos asiáticos demostrarán que siempre hay formas de resolver problemas prácticos como los señalados.

IV

Formas generalizadas de intervención esterilizada: algunos ejemplos asiáticos

La práctica de la intervención esterilizada en Asia ofrece enseñanzas a las economías abiertas con mercados de valores de insuficiente desarrollo. De hecho, las autoridades monetarias de Singapur, Malasia, Indonesia y la provincia china de Taiwán han enfrentado corrientes masivas de capital sin perder la estabilidad de precios ni competitividad externa. Tampoco han contado con controles de capitales para ayudarles a establecer simultáneamente metas para la oferta monetaria y para los tipos de cambio. Sin embargo, ellas no rehuyen transacciones (a veces obligatorias) dirigidas a manipular el flujo de liquidez hacia el sistema bancario como respuesta al ingreso de corrientes de capital externo. A menudo intercambian el

excedente de ahorro del gobierno mantenido en los bancos (proveniente por ejemplo de los fondos de seguridad social o de las empresas públicas), por bonos del Estado (y viceversa). Esta práctica puede considerarse una forma generalizada de intervención esterilizada. Debe señalarse que el método depende de la existencia de ahorro del sector público, y por lo tanto, de la "complicidad fiscal". Por lo demás, Frankel (1993) plantea que Asia mantuvo la capacidad de intervención esterilizada con mercados de capital abiertos porque se ha retrasado la liberalización financiera interna.

Singapur y sus países vecinos, Malasia e Indonesia, han tenido éxito en general, si bien no en forma

continua, en cuanto a conciliar la estabilidad cambiaria a niveles competitivos y una razonable independencia monetaria, con una cuenta de capital abierta. En Singapur, hacia junio de 1978 ya se había abolido todo tipo de controles de capitales, medida motivada por la aspiración del país de fortalecer su papel como centro financiero internacional. Como tal, Singapur ha sido tradicionalmente para Indonesia y Malasia lo que es para tantos países en desarrollo el mercado extrabursátil informal. Por consiguiente, los controles de capitales no podrían haber sido eficaces. Las autoridades indonesias y malasias simplemente tuvieron que hacer frente a cuentas de capital abiertas. Los tres países, sin embargo, se las han arreglado para proteger su base monetaria de los aumentos de las reservas de divisas y para atenuar una incipiente valorización de sus monedas.

Singapur ha logrado un éxito rotundo en cuanto a conciliar la apertura financiera con un aumento equilibrado de la oferta monetaria, una inflación muy baja y tipos de cambio reales efectivos extraordinariamente estables. Las autoridades de Singapur no sólo tuvieron que encarar las limitaciones habituales impuestas a las políticas de estabilización por la apertura financiera. Al elegir el dólar de los Estados Unidos (además del dólar de Singapur) como vehículo para la creación de un centro financiero internacional, las autoridades también tuvieron que enfrentarse al riesgo de sustitución de la moneda por el dólar de los Estados Unidos (o a la "internacionalización" del dólar de Singapur).

La división del sistema bancario de Singapur en un sector bancario nacional que opera en dólares de Singapur y un sector extraterritorial que transa en dólares de los Estados Unidos ha proporcionado a las autoridades monetarias una valla para protegerse contra los movimientos especulativos de capital. Sin embargo, desde el establecimiento de la plena convertibilidad en 1978, se ha reducido la altura de esa valla, sobre todo con el acceso de los residentes a préstamos y depósitos en el mercado de dólares de los Estados Unidos. La principal explicación del éxito de Singapur en establecer metas para las tasas de interés y el tipo de cambio no parece por lo tanto radicar en el aislamiento de su sector financiero interno, sino más bien en su gestión del tipo de cambio y sus políticas de esterilización (Claassen, 1992, pp. 136-137).

Desde 1975, Singapur ha elegido la vinculación a una canasta de monedas para estabilizar el tipo de cambio efectivo (ponderado por el comercio exterior).

Las reservas oficiales de divisas eran cuatro veces mayores que la base monetaria en 1990, lo que indica una considerable actividad de esterilización en el pasado. Como resultado de intensas intervenciones esterilizadas, los fuertes ingresos netos de capital en 1984-1985 y 1989-1990 no elevaron ni la base monetaria ni el tipo de cambio efectivo real.

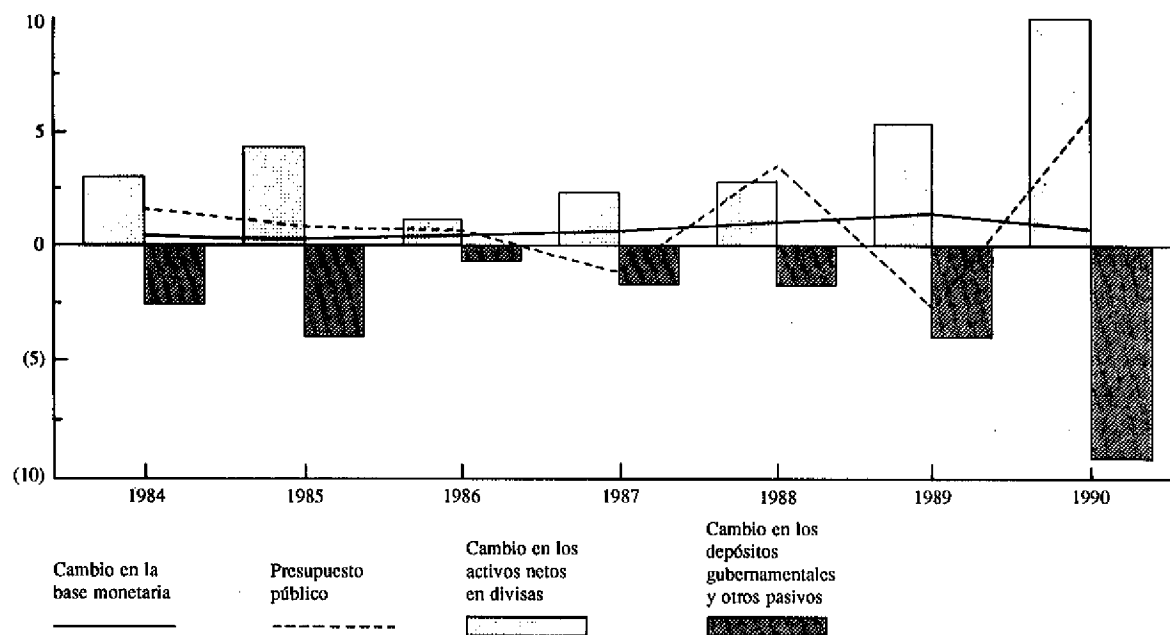
Para comprender las políticas de intervención esterilizada de Singapur es fundamental considerar los efectos combinados de un superávit presupuestario del sector público y de las asignaciones de cartera del Fondo Central de Previsión —poderoso fondo social de pensiones— en la gestión de la liquidez interna. Hasta hace poco el empleador y el empleado tenían que contribuir cada uno el 25% del salario al Fondo, proporción bastante elevada que explica en gran medida el alto nivel de ahorro interno de Singapur. Actualmente, la tasa combinada llega a 40% (17.5% el empleador, 22.5% el empleado). Por razones de prudencia, la cartera del Fondo Central de Previsión consiste más que nada en bonos del Estado. Puesto que el presupuesto del gobierno en su mayor parte tiene superávit y existe un alto nivel de ahorro privado forzoso, la liquidez del sector privado siempre es restringida. En consecuencia, si bien la intervención esterilizada habitualmente puede caracterizarse, por ejemplo, por la compra de divisas por el banco central a cambio de obligaciones del banco central (aumento de la base monetaria) y una contracción posterior del crédito del banco central al sector interno, en Singapur el orden es exactamente contrario. La intervención en los mercados monetario y de divisas regula la oferta monetaria en vez de reaccionar ante los cambios en dicha oferta (Moreno, 1989, pp. 21-42).

El gráfico 1 ilustra la combinación específica de políticas monetarias y fiscales en la que se ha basado la intervención esterilizada en Singapur: los superávits presupuestarios casi permanentes, así como los depósitos gubernamentales y otros pasivos del banco central (en su mayor parte en el Fondo Central de Previsión) han tendido en forma sistemática a contraer la oferta de dinero. La intervención no esterilizada en el mercado de divisas ha compensado la merma de liquidez. La bien afinada intervención en ese mercado sirvió para ajustar la oferta de dinero con el fin de satisfacer las metas cambiarias del gobierno.

Malasia comparte con Singapur una historia monetaria común (y un excelente historial de baja inflación y credibilidad de su banco central), gracias a su

GRAFICO 1

Singapur: Fuentes de la base monetaria, 1984-1990
(Miles de millones de dólares de Singapur)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), *Estadísticas financieras internacionales*, diversos años, Washington, D.C.

Junta Monetaria, establecida en 1897 y cesada en 1967. Los ingresos del gobierno aún dependen en gran medida del petróleo y otras materias primas, y por lo tanto tienden a aumentar y disminuir con los movimientos de las reservas de divisas. Puesto que Malasia ha experimentado déficits presupuestarios permanentes durante los últimos dos decenios (en contraste con Singapur), los mayores precios de las materias primas incrementan los ingresos del gobierno y reducen el crédito del banco central al gobierno, con lo que se produce una tendencia a estabilizar la base monetaria.

El *ringgit* de Malasia, que desde 1983 se encuentra vinculado a una canasta de monedas, está determinado cada vez más por los mercados de activos, pero el banco central interviene con dinamismo en el mercado de divisas y el monetario. En la gestión de las divisas, la compañía petrolera del Estado ha sido un importante instrumento (que ha aportado hasta una quinta parte de los ingresos de divisas del país). En la gestión de la liquidez interna, el Fondo de Previsión de los Empleados ha cumplido un importante papel, aunque no tanto como su equivalente en Singapur. El Fondo es el mayor ahorrante del país y posee el 20% del total de los activos financieros internos. La intervención se practica por lo general directamente en el

mercado de divisas, y a menudo la esterilización se hace sólo con posterioridad. El mercado de *swaps*, bastante desarrollado, se usó extensamente en el pasado. Entretanto, las operaciones de los mercados financieros han adquirido cada vez mayor importancia, gracias a una activa política encaminada a fomentar los mercados de valores directos (calificación de solvencia de títulos de la deuda privada, amplia oferta de títulos del Estado, regulación del precio de las emisiones de acciones para el mercado de valores).

Sin embargo, desde 1989 en adelante la política de establecer simultáneamente metas para las tasas de interés y para los tipos de cambio se tornó cada vez más insostenible. La fuerte demanda interna de crédito, el incremento de la inversión extranjera directa y la afluencia de capital de corto plazo cuya esterilización fue incompleta produjeron un aumento inflacionario de la base monetaria. Se pusieron en práctica medidas de rescate, sin mayor vacilación. El coeficiente de reserva obligatoria o encaje legal del sistema bancario se incrementó considerablemente para atenuar el aumento del volumen monetario fuera del sistema bancario. Con el fin de eliminar el exceso de liquidez antes del ingreso al sistema bancario, las autoridades monetarias recurrieron a medidas de orientación cuantitativa en 1990, en particular a la gestión central

de los depósitos gubernamentales que fueron retirados del sistema bancario y traspasados a una cuenta especial en el banco central.

Indonesia ha desafiado con mucho éxito toda la ortodoxia relativa a la secuencia de las reformas establecida en las publicaciones sobre el desarrollo. Primero se abrió la cuenta de capital, en 1971; luego se liberalizó gradualmente el comercio a comienzos del decenio de 1980; se liberaron las tasas de interés en 1983, y se desregularon aspectos institucionales del sistema financiero en 1988. Indonesia, país rico en recursos pero de ingresos bajos, sólo se topó muy recientemente con las dificultades habituales al establecer metas para las tasas de interés y los tipos de cambio. El gobierno controlaba una fuerte proporción de los ingresos de divisas provenientes de las exportaciones de petróleo y gas, que podía utilizarse para contrarrestar los movimientos de la cuenta de capitales privados del país. Por otra parte, el sector privado indonesio carecía de capacidad crediticia en los mercados extraterritoriales.

El tipo de cambio efectivo real de Indonesia ha permanecido notablemente estable desde fines de 1986. Según los principios económicos de texto, la vinculación de la rupia indonesia (aunque no se trate de una vinculación nominal a una sola moneda, sino a una canasta de monedas ponderada por el comercio exterior) privaría totalmente a las autoridades monetarias del poder de influir en las condiciones económicas internas con mercados de capital abiertos. A los mecanismos monetarios se les podría asignar sólo la función de preservar el equilibrio externo (por ejemplo, mantener estables las reservas de divisas), en tanto que las políticas fiscales estarían encargadas de mantener el equilibrio interno (con mercados laborales absolutamente flexibles, esto solamente puede significar inflación baja). No obstante, en la práctica el banco central ha mantenido considerable poder de control monetario, en conjunción con el gobierno.

La independencia monetaria a pesar de la existencia de una cuenta de capital abierta se debe más que nada a dos fuentes principales, a saber, i) la prima por riesgo (o racionamiento crediticio) de la deuda privada extraterritorial de Indonesia, y ii) el uso de depósitos de empresas públicas en los bancos comerciales para la gestión monetaria. La cuenta de capital de Indonesia aún está dominada por corrientes de capital concesionario de largo plazo, y las reservas de divisas por la balanza comercial. Esto refleja el hecho de que hasta hace poco tiempo el sector privado de

Indonesia casi no tenía acceso a los préstamos comerciales del exterior. En la actualidad, las cosas han comenzado a cambiar y las corrientes de capital de corto plazo han ido adquiriendo importancia en la cuenta de capital. Las compañías indonesias han tratado de escapar a la restricción monetaria en el país mediante el endeudamiento extraterritorial, para evitar el alza de las tasas de interés internas.

La internacionalización de las grandes compañías indonesias y las menores restricciones de liquidez tras la desregulación del sistema bancario han fortalecido la posibilidad de movimientos de capital transitorios (o especulativos). Las dos devaluaciones bruscas de la rupia en 1983 y 1986, cada una de alrededor de 30% con respecto al dólar de los Estados Unidos, ponen de relieve la posibilidad de que se retorne a la especulación cambiaria. Entretanto, el banco central sólo está reforzando su reputación como defensor de la estabilidad de la moneda. A diferencia de la mayoría de los bancos centrales de los países de la OCDE, sin embargo, no puede distribuir en el tiempo los costos de las conmociones externas y las crisis financieras. Una posición internacional frágil en materia de capacidad crediticia dificulta la atenuación de las fluctuaciones del consumo interno con créditos comerciales del exterior. Los mercados de valores internos son demasiado pequeños para absorber las crisis mediante variaciones de la liquidez interna. Por consiguiente, en lugar de usar mecanismos monetarios indirectos, recientemente las autoridades monetarias recurrieron dos veces al racionamiento directo del crédito por medio de transacciones obligatorias.

A comienzos de 1991, hubo rumores acerca de una inminente devaluación debido a la caída de los precios del petróleo después de la guerra del Golfo Pérsico. Las reservas oficiales de divisas comenzaron a disminuir ligeramente. A fines de febrero de 1991, se ordenó a las empresas estatales que convirtieran los depósitos bancarios en tenencias de certificados del Banco de Indonesia; las conversiones efectivas alcanzaron al 42% de la oferta monetaria (M_1), equivalente a cerca de 7.5% del producto nacional bruto (PNB). Al mismo tiempo, para aliviar el efecto inmediato de esa medida en lo que a liquidez se refiere, el banco central adquirió un monto equivalente en instrumentos del mercado monetario, lo que tuvo como resultado un retiro neto de liquidez. Estas transacciones obligatorias fueron semejantes a las efectuadas a mediados de 1987, cuando se ordenó a las empresas estatales retirar rupias de los bancos gubernamentales

para la compra de certificados del Banco de Indonesia, equivalentes a alrededor de 5% de la oferta monetaria (M_1) de 1987. En ambos casos, el traspaso de los depósitos estatales sirvió para defender la moneda y contener las presiones inflacionarias. Hubo que aceptar fuertes alzas de las tasas de interés, pero ellas fueron de corta duración y por lo tanto no alcanzaron a causar una recesión. El uso pragmático de medidas de racionamiento del crédito también ayudó a fortalecer los certificados del Banco de Indonesia y los instrumentos del mercado monetario como mecanismos de control monetario. Los bancos que perdieron sus depósitos fueron a su vez parcialmente compensados por la venta de instrumentos del mercado monetario al banco central. Puesto que estos últimos instrumentos tienen un vencimiento más corto que los 12 meses de los certificados del Banco de Indonesia, el banco central ha alcanzado un mejor control del componente interno de la base monetaria a través de la distribución en el tiempo de las recompras de instrumentos del mercado monetario.

Las reservas de divisas de la provincia china de Taiwán aumentaron de alrededor de 10 000 millones de dólares en 1981 a más de 80 000 millones diez años después. La mayor parte del aumento ocurrió durante 1985 y 1987. Para atenuar la inevitable valorización del nuevo dólar de Taiwán (que subió casi 40% en relación con el dólar de los Estados Unidos durante ese período), el banco central aplicó políticas de esterilización en forma frecuente. Un monto equivalente a 65% del incremento de los activos extranjeros netos del banco central se esterilizó mediante el recurso de obligar a los bancos comerciales a comprar pagarés del Tesoro a corto plazo y certificados de depósito emitidos por el banco central. El resto se esterilizó usando el sistema de ahorro postal taiwanés. Parte del ahorro postal se redepósito en el banco

central y parte en el sistema bancario del país. Para reducir los activos internos netos en la base monetaria, bastó con ordenar un aumento de la proporción de redepósito mantenida en el banco central. Ha sido un logro notable de las autoridades monetarias el haber podido esterilizar el excedente de ahorro de la economía taiwanesa (que alcanzaba hasta al 20% del PIB al año) y mantener bajo control los agregados monetarios, la inflación y la valorización del tipo de cambio.

Lo acontecido en Asia deja en claro que la intervención esterilizada es un mecanismo eficaz para establecer metas monetarias y cambiarias, aun cuando no haya control del movimiento de capitales. Muchos economistas tienden a explicar la eficacia de la intervención esterilizada sólo por el riesgo cambiario y las expectativas consiguientes. Esa explicación no solamente desestima la dualidad entre los sectores formal e informal y las imperfecciones de la información que dan margen a mercados extrabursátiles cuyos activos son poco transables en el mercado internacional. También la forma que toma la actividad de los bancos centrales en Asia sudoriental, donde se hace uso pragmático de instituciones públicas —como los fondos de seguridad social, los bancos estatales y las empresas públicas— en calidad de instrumentos monetarios. El uso del ahorro del sector público o del ahorro privado obligatorio tiene que compensar la falta de mercados monetarios internos bien desarrollados, como aquéllos en los cuales se efectúan las operaciones de mercado abierto en la mayoría de los países industriales. Sin embargo, esa política exige ahorro del sector público y, por ende, disciplina fiscal. En América Latina, los países que han elevado las tasas impositivas y han equilibrado los presupuestos gubernamentales han cumplido ya con el requisito fundamental para repetir la experiencia asiática de intervención esterilizada.

(Traducido del inglés)

Bibliografía

- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1993): Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors, *Staff Papers*, vol. 40, N° 1, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Catte, P., G. Galli y S. Rebecchini (1992): Exchange markets can be managed!, *International Economic Insights*, Washington, D.C., Institute for International Economics (IIE), septiembre-octubre.
- Claassen, E.M. (1992): Financial liberalization and its impact on domestic stabilization policies: Singapore and Malaysia, *Weltwirtschaftliches Archiv*, Band 128, Heft 1, Kiel, Institut für Weltwirtschaft.
- Cumby, R. y M. Obstfeld (1983): Capital mobility and the scope for sterilization: Mexico in the 1970s, P. Aspe, R. Dornbusch y M. Obstfeld (eds.), *Financial Policies and the World Capital Market: The Problem of Latin American Countries*, Chicago, Ill., Chicago University Press.
- Domínguez, K. y J. Frankel (1990): *Does Foreign Exchange Intervention Matter? Disentangling the Portfolio and Expectations Effects for the Mark*, NBER Working Paper, N°3299, Cambridge, Mass., National Bureau of Economic Research, Inc. (NBER).
- Edwards, S. y M. Khan (1985): Interest rate determination in developing countries: a conceptual framework, *Staff Papers*, vol. 32, N° 3, Washington, D.C., FMI.

- Fischer, B. y H. Reisen (1992): *Policies towards Capital Account Convertibility*, Policy Brief, N° 4, París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), Centro de Desarrollo.
- Frankel, J. (1989): *Quantifying International Capital Mobility in the 1980s*, NBER Working Papers, N° 2856, Cambridge, Mass., NBER.
- _____(1993): Sterilization of money inflows: difficult (Calvo) or easy (Reisen)?, Washinton, D.C., FMI, mimeo.
- Friedman, M. (1953): The case for flexible exchange rates, M. Friedman, *Essays in Positive Economics*, Chicago Ill., Chicago University Press.
- Gooptu, S. (1993): *Portfolio Investment Flows to Emerging Markets*, Working Papers, N° 1117 (WPS 1117), Washington, D.C., Banco Mundial, marzo.
- Jaspersen, F. and J. Ginarte (1993): External resource flows to Latin America: recent developments and prospects, C. Bradford (ed.), *Mobilising International Investment for Latin America*, París, OCDE, Centro de Desarrollo.
- Jurgensen, P. (1983): *Report of the Working Group on Exchange Market Intervention*, G7 Report.
- Kenen, P. (1987): Exchange rate management: what role for intervention?, *American Economic Review*, vol. 77, N° 2, Princeton, New Jersey, American Economic Association.
- _____(1993): Financial opening and the exchange rate regime, H. Reisen y B. Fischer, *Financial Opening: Policy Issues and Experiences in Developing Countries*, París, OCDE.
- Moreno, R. (1989): *Exchange Rates and Monetary Policy in Singapore and Hong Kong*, Hong Kong Economic Papers, N° 19, Hong Kong.
- Nunnenkamp, P. (1993): *The Return of Foreign Capital to Latin America*, Working Paper, N° 574, Kiel, Institut für Weltwirtschaft.
- OCDE (1993): *Financial Market Trends*, N° 55, París, junio.
- Oks, D. y S. Van Wijnbergen (1993): Mexico after the debt crisis: is growth sustainable?, C. Bradford (ed.), *Mobilising International Investment in Latin America*, París, OCDE, Centro de Desarrollo.
- Reisen, H. (1989): *Public Debt, External competitiveness, and Fiscal Discipline in Developing Countries*, Princeton Studies in International Finance, N° 66, Princeton, New Jersey, Princeton University, International Section, Department of Economics.
- _____(1993): South-East Asia and the impossible trinity, *International Economic Insights*, Washington, D.C., Institute for International Economics (IIE), mayo-junio.
- Schweickert, R. (1993): *Lessons from Exchange Rate Based Disinflation in Argentina*, Kiel Working Paper, N° 567, Kiel, Institut für Weltwirtschaft.
- Turner, P. (1991): *Capital Flows in the 1980s: a Survey of Major Trends*, BIS Economic Papers, N° 30, Basilea, Suiza, Banco de Pagos Internacionales (BPI).