

REVISTA

*de la*

# CEPIL

NUMERO 64

ABRIL 1998

SANTIAGO DE CHILE

OSCAR ALTIMIR  
*Director*

EUGENIO LAHERA  
*Secretario Técnico*



NACIONES UNIDAS

## SUMARIO

|  |     |
|--|-----|
| Instituciones y crecimiento ¿Puede el capital humano ser un vínculo?<br><i>Nauro Campos y Jeffrey B. Nugent</i>  | 7   |
| Flujos de capital externo en América Latina y el Caribe en los años noventa: experiencias y políticas<br><i>Gunther Held y Raquel Szalachman</i>                         | 29  |
| El Banco Central y la política macroeconómica de Chile en los años noventa<br><i>Roberto Zahler</i>  | 47  |
| Política fiscal, ciclo y crecimiento<br><i>Ricardo Mariner</i>   | 73  |
| La convergencia hacia mejores prácticas productivas y de políticas: el acuerdo de la OMC sobre medidas de inversión vinculadas al comercio<br><i>Francisco Sercovich</i> | 91  |
| Efectos para América Latina de la expansión de la Unión Europea<br><i>Peter Nunnenkamp</i>   | 111 |
| La dimensión Norte-Sur de las industrias de limpieza ambiental y la difusión de tecnologías limpias<br><i>Jonathan R. Barton</i>   | 129 |
| La evolución del papel del Estado en la regulación del transporte terrestre<br><i>Ian Thomson</i>  | 151 |
| Manejo integrado del recurso agua, con la perspectiva de los Principios de Dublin<br><i>Miguel Solanes</i>   | 165 |
| Publicaciones recientes de la CEPAL  | 189 |

# Flujos de capital externo en *América Latina y el Caribe* en los años noventa: *experiencias y políticas*

Gunther Held\*  
Raquel Szalachman\*\*

\*Coordinador; Unidad  
de Financiamiento,  
División de Comercio  
Internacional, Transporte  
y Financiamiento, CEPAL

\*\*Unidad de Financiamiento,  
División de Comercio  
Internacional, Transporte y  
Financiamiento, CEPAL

Este artículo analiza la experiencia de un grupo de países de América Latina y el Caribe con altas entradas de capital externo en 1992-1996, situando a éstas en el contexto de los movimientos de capital que han tenido lugar en la región a partir de 1977. En las últimas dos décadas los flujos de capital a la región se han caracterizado por una gran variabilidad: períodos de altas entradas de capital se han alternado con períodos de bajas entradas. En el trienio 1992-1994 la afluencia de capital fue cuantiosa, se concentró en unos pocos países, mostró una mayor volatilidad debido al cambio de su composición hacia inversiones de cartera, y en 1995-1996 seguía siendo elevada en algunos países. El análisis del período 1992-1996 pone de relieve los incentivos a las altas entradas de capital financiero y el comportamiento frente a ellas del ahorro nacional, el déficit en cuenta corriente del balance de pagos y el tipo de cambio real, y reseña los efectos macroeconómicos y financieros de la caída o reversión de los flujos de capital en determinados países en 1995-1996. Las experiencias de países de la región señalan que para aprovechar las entradas de capital y evitar sus riesgos macroeconómicos y financieros, las políticas de captación de capital externo deberían: i) visualizar el acceso a recursos externos como parte de una política más amplia para fortalecer el ahorro nacional y desarrollar los sistemas financieros en los países receptores; ii) captar esos recursos en función del déficit sostenible en cuenta corriente del balance de pagos del respectivo país, y iii) considerar regímenes monetarios y cambiarlos que posibiliten aperturas graduales y reguladas de la cuenta de capital del balance de pagos y cambios en el nivel y la composición de las entradas de capital hacia flujos estables de mediano y largo plazo.

# I

## Introducción

Los flujos de capital externo pueden realizar una importante contribución al desarrollo económico y financiero. Movilizan ahorro desde los países exportadores de capital, lo que aumenta los recursos en los países receptores y mejora la asignación de ellos a nivel internacional. Esos flujos permiten compensar en los países receptores las reducciones de la disponibilidad de divisas originadas por fluctuaciones en sus exportaciones y de la relación de precios del intercambio, y a la vez diversificar más los activos y pasivos financieros de los países involucrados, además de otros beneficios (CEPAL, 1995).

Las entradas de capital externo también traen consigo riesgos y costos. Los cuantiosos préstamos que extendió la banca internacional en la segunda mitad de los años setenta contribuyeron al crecimiento de los países de la región mientras tuvieron lugar. Sin embargo, también acarrearón excesos de gasto agregado, altos déficit en cuenta corriente y otros desajustes macroeconómicos, y que desembocaron en la crisis de deuda externa e interna que se propagó a buena parte de los países de la región a comienzos de los años ochenta.

Este trabajo aborda las experiencias y las políticas de captación de capital externo de países de Amé-

rica Latina y el Caribe con elevadas entradas de capital externo en 1992-1996. El trabajo se divide en cinco secciones, incluyendo esta introducción. La sección II destaca la variabilidad de los movimientos de capital en las últimas dos décadas y recurre a determinados criterios para identificar al grupo de países de la región con altas entradas de capital en 1992-1996. La sección III señala los incentivos que condujeron a esas altas entradas de capital financiero, así como sus consecuencias en el ahorro nacional, el déficit en cuenta corriente y el tipo de cambio real, y examina los efectos macroeconómicos y financieros de la caída o reversión de los flujos de capital externo en algunos países en 1995-1996.

La sección IV se refiere a políticas de captación de capital externo, en el marco de una política de desarrollo que fortalezca el ahorro nacional y los mercados financieros internos, y del concepto de déficit sostenible en cuenta corriente. El análisis de las políticas de captación de capital externo subraya la importancia de los regímenes monetarios y cambiarios, y examina distintos instrumentos para regular las entradas de capital y ajustarse a ellas. La sección V presenta las principales conclusiones del trabajo.

# II

## Características de los flujos de capital en América Latina y el Caribe en las últimas décadas

### 1. Variabilidad y otras características de los movimientos de capital entre 1977 y 1996

El cuadro 1 muestra los saldos en cuenta de capital y en cuenta corriente del balance de pagos de países de la región entre 1977 y 1996. Los flujos de capital exhiben una gran variabilidad. En menos de dos décadas se identifican dos períodos de altas entradas de capital con promedios equivalentes a 5.3% y 4.3% del PIB de la región (1977-1981 y 1992-1994 respectivamente), un período de bajas entradas de capital con un

promedio de 1.3% del PIB en 1983-1989, y dos períodos de entradas medias con 2.6% del PIB en 1990-1991 y 2.5% en 1995-1996.<sup>1</sup>

Un 85% o más del total de esas entradas en 1977-1996 se dirigió a seis de los diecinueve países que figuran en el cuadro 1, en buena parte por el propio tamaño de los países receptores. A vía de ejemplo, México

<sup>1</sup> Se excluyen los flujos de capital de 1982 por tratarse de un año muy irregular.

CUADRO I

Países de América Latina y el Caribe:  
Saldos en cuenta corriente y en cuenta de capital  
(Porcentajes medios del PIB)

| Países \<br>N. Años               | 1977-1981        |                   | 1983-1989        |                   | 1990-1991        |                   | 1992-1994        |                   | 1995-1996 <sup>a</sup> |                   |
|-----------------------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------------|-------------------|
|                                   | Cuenta corriente | Cuenta de capital | Cuenta corriente | Cuenta de capital | Cuenta corriente | Cuenta de capital | Cuenta corriente | Cuenta de capital | Cuenta corriente       | Cuenta de capital |
| Argentina                         | -0.2             | 1.7               | -2.2             | 1.6               | 1.4              | 0.5               | -3.2             | 4.3               | -1.1                   | 1.4               |
| Bolivia                           | -8.4             | 7.4               | -14.1            | 14.6              | -6.5             | 6.9               | -10.0            | 11.6              | -4.3                   | 6.0               |
| Brasil                            | -4.1             | 4.2               | -0.6             | 0.9               | -0.6             | 0.8               | 0.4              | 2.0               | -2.8                   | 4.3               |
| Chile                             | -8.3             | 11.8              | -6.3             | 6.6               | -1.8             | 7.6               | -3.6             | 8.3               | -1.9                   | 4.5               |
| Colombia                          | -0.4             | 3.1               | -2.3             | 2.4               | 3.4              | -0.6              | -1.9             | 2.7               | -5.1                   | 6.1               |
| Costa Rica                        | -12.2            | 12.5              | -8.3             | 10.1              | -6.3             | 7.6               | -6.6             | 6.3               | -1.4                   | 2.3               |
| Ecuador                           | -7.1             | 7.5               | -5.0             | 4.9               | -4.6             | 7.3               | -3.7             | 5.7               | -1.8                   | -0.2              |
| El Salvador                       | -3.3             | 2.3               | -5.4             | 6.2               | -6.5             | 7.3               | -4.1             | 5.6               | -2.3                   | 3.8               |
| Guatemala                         | -3.4             | 2.9               | -4.3             | 4.6               | -2.4             | 5.2               | -6.2             | 6.5               | -3.4                   | 3.3               |
| Haití                             | -14.4            | 13.4              | -12.4            | 12.4              | -10.1            | 10.3              | -6.8             | 4.7               | -3.5                   | 6.5               |
| Honduras                          | -10.0            | 9.9               | -8.6             | 8.7               | -10.5            | 12.0              | -12.6            | 11.6              | -5.3                   | 7.2               |
| México                            | 4.1              | 4.5               | 0.6              | -0.4              | -4.4             | 6.3               | -7.3             | 6.5               | -0.6                   | -2.0              |
| Nicaragua                         | -11.5            | 9.4               | -36.9            | 38.3              | -42.9            | 44.3              | -49.9            | 49.6              | -27.7                  | -20.5             |
| Panamá                            | -8.5             | 8.7               | 4.6              | -5.0              | -3.3             | 8.1               | -2.4             | 3.9               | -2.5                   | 3.0               |
| Paraguay                          | -5.8             | 10.4              | -7.9             | 6.4               | -5.2             | 9.7               | -10.3            | 10.5              | -5.1                   | 5.2               |
| Perú                              | -2.8             | 4.5               | -3.1             | 3.3               | -3.6             | 5.1               | -5.5             | 8.6               | -6.5                   | 6.8               |
| República Dominicana              | -7.4             | 7.7               | -5.4             | 5.5               | -1.6             | 3.7               | -3.5             | 2.4               | -0.9                   | 1.1               |
| Uruguay                           | -4.5             | 6.4               | -1.0             | 2.0               | 1.0              | 0.7               | -2.3             | 3.1               | -1.6                   | 2.7               |
| Venezuela                         | -1.6             | 4.5               | 1.1              | -2.9              | 10.4             | -5.2              | -0.9             | -0.1              | 8.0                    | -3.7              |
| <i>América Latina y el Caribe</i> | <i>-4.3</i>      | <i>5.3</i>        | <i>-1.3</i>      | <i>1.3</i>        | <i>-1.0</i>      | <i>2.6</i>        | <i>-3.2</i>      | <i>4.3</i>        | <i>-1.9</i>            | <i>2.5</i>        |

Fuente: Las cifras de balanza de pagos provienen del Fondo Monetario Internacional (FMI). Las cifras del PIB en dólares corrientes corresponden a estimaciones de la CEPAL.

<sup>a</sup> Las cifras de 1995-1996 consideran la nueva definición de "Cuenta de capital y financiera" del Fondo Monetario Internacional (FMI).

captó por sí solo cerca de un 40% de las entradas netas de capital en 1992-1994; Argentina, Brasil y Chile en conjunto han concentrado al menos un 40% de los flujos en todos los subperíodos, excepto en 1990-1991?

El cuadro 2 presenta la desviación estándar sobre la media de los saldos de la cuenta de capital del balance de pagos regional, como un indicador de variabilidad de los movimientos de capital en la región en el período 1977-1994.<sup>3</sup> Los préstamos de corto plazo tienen una muy alta variabilidad (casi 12 veces su valor medio); la inversión de cartera muestra una variabilidad alta (cerca de dos veces su valor medio); los préstamos de largo plazo exhiben cierta variabilidad (1.5 veces su valor medio), y la inversión extranjera directa se caracteriza por una baja variabilidad (equivalente a la mitad de su valor medio). Este último compo-

nente ha tenido el comportamiento más uniforme; en todo ese período se ha situado cerca del 1.0% del PIB de la región, aunque ha registrado importantes variaciones a nivel de países.

En consecuencia, la variabilidad de las entradas de capital a los países de la región se ha asociado con la variabilidad de los préstamos de corto plazo y de la inversión de cartera. Resultados parecidos se han obtenido para países industrializados (Turner, 1995).

Las entradas de capital provenientes de las inversiones de cartera en acciones, títulos y préstamos de corto plazo son volátiles, en el sentido de que pueden revertirse con rapidez. Desde este punto de vista, el cambio en la composición hacia una mayor inversión de cartera y una disminución en los préstamos de largo plazo en los años noventa, indican un aumento en la volatilidad del capital externo en comparación con períodos anteriores. En 1992-1994 esta situación alcanzó principalmente a México y Argentina, considerando que el incremento de las inversiones de cartera da cuenta de tres cuartas partes del incremento en las entradas de capital a esos países respecto de 1983-1989, y en menor medida a Brasil en 1995-1996.

<sup>2</sup> En el caso de Nicaragua, la alta participación que registró en 1983-1989 corresponde principalmente a transferencias unilaterales oficiales.

<sup>3</sup> Este cuadro se limitó al período 1977-1994, considerando que el FMI introdujo modificaciones a la clasificación de los flujos de capital a partir de 1995.

CUADRO 2

América Latina y el Caribe: Media y desviación estándar de los principales componentes de la cuenta de capital, 1977-1994<sup>a</sup>  
(Millones de dólares corrientes)

| Componentes de la cuenta de capital   | Media   | Desviación estándar | Desviación estándar/media |
|---------------------------------------|---------|---------------------|---------------------------|
| Inversión directa                     | 6 693   | 3 617               | 0.54                      |
| Inversión de cartera                  | 8 252   | 15 414              | 1.87                      |
| Préstamos a corto y largo plazo       | 8 869   | 12 574              | 1.42                      |
| Préstamos a largo plazo               | 9 466   | 14 347              | 1.52                      |
| Préstamos a corto plazo               | -597    | 6 953               | 11.64                     |
| Saldo en cuenta de capital            | 24 963  | 18 462              | 0.74                      |
| Transferencias unilaterales oficiales | 1 576   | 943                 | 0.60                      |
| Saldo en cuenta corriente             | -20 961 | 15 454              | 0.74                      |
| Variación en las reservas             | -3 976  | 11 076              | 2.78                      |

Fuente: Las cifras de balanza de pagos provienen del Fondo Monetario Internacional (FMI). Las cifras del PIB corresponden a estimaciones de la CEPAL.

<sup>a</sup> Cálculos basados en el total de cada partida para los 19 países que figuran en el cuadro 1.

## 2. Países con altas entradas de capital en 1992-1996

Un alto nivel o proporción de entradas de capital no constituye por sí solo un criterio de ordenamiento adecuado para clasificar a los países según sus entradas de capital. Diversos países de la región han registrado entradas superiores al promedio de la región, incluso en períodos de altas entradas, pero esa situación condujo a un ajuste a través de un elevado déficit en cuenta corriente que ya tuvo lugar en el pasado. Por ejemplo, Bolivia tuvo entradas de capital equivalentes a 7.4% del PIB en 1977-1981, y de 11.6% en 1992-1994 (en comparación con promedios de 5.3% y 4.3% para la región), pero al mismo tiempo registró déficit en cuenta corriente de 8.4% y de 10% del PIB en esos períodos.

La experiencia de los países de la región con entradas de capital en las últimas décadas sugiere que la existencia de variaciones en las entradas de capital a un determinado país equivalentes a más de dos puntos porcentuales del PIB en cierto período, constituye un antecedente adicional importante para categorizar a los países según sus entradas de capital. Un país representativo de bajas entradas de capital, equivalentes a menos de dos puntos porcentuales de PIB, y que experimenta un aumento de esas entradas de alrededor de dos puntos, calificaría como país de entradas medias de capital. A su vez, un país representativo de entradas "medias" de capital, con dos a cuatro puntos porcentuales del PIB, y que registra un aumento de alrededor de dos puntos porcentuales, calificaría como de "altas" entradas. A vía de ejemplos, el cuadro 1 muestra que Argentina experimentó un incremento en las

entradas de capital desde 1.6% del PIB en 1983-1989 a 4.3% del PIB en 1992-1994, con lo que pasaría desde una situación de "bajas" entradas de capital a una situación de "altas" entradas. Por su parte, Perú habría pasado de una situación de entradas "medias" de capital en 1983-1989 (3.3% del PIB) a una de "altas" entradas en 1992-1994 (8.6% del PIB).

Los incrementos en las entradas de capital que calificarían a un país como de altas entradas, no se traducen necesariamente en una situación de abundancia de divisas. Esos aumentos pueden constituir el financiamiento de un mayor déficit en la cuenta corriente del balance de pagos, como consecuencia de excesos de gasto agregado (consumo e inversión) con relación al ingreso nacional. Honduras calza con la situación descrita. Sus déficit en cuenta corriente se situaron en 8.6% y 12.6% del PIB en 1983-1989 y 1992-1994. Por su parte, las entradas de capital alcanzaron a 8.7% y 11.6% del PIB, respectivamente, en esos períodos.

La respuesta de política económica y los ajustes macroeconómicos frente a una mayor disponibilidad de divisas no provienen únicamente de incrementos en las entradas de capital. También pueden provenir de una disminución en el déficit en cuenta corriente, o bien de un aumento en el superávit en esa cuenta. A modo de ejemplo, el déficit en cuenta corriente de Chile disminuyó de 6.3% del PIB en 1983-1989 a 3.6% en 1992-1994, en tanto que las entradas de capital aumentaron desde 6.6% a 8.3% del PIB entre esos períodos.

El análisis anterior llevó a calificar como países de altas entradas de capital en 1992-1994 (período de altas entradas a la región) a aquellos que registraron al mismo tiempo las siguientes condiciones:

i) entradas de capital superiores a cuatro puntos porcentuales del PIB, mayores que el promedio de entradas para la región en su conjunto,

ii) incrementos de más de dos puntos porcentuales del PIB en las entradas de capital, o bien variaciones positivas simultáneas en la cuenta de capital y en la cuenta corriente del balance de pagos (aumentos en el déficit o bien disminuciones en el superávit) equivalentes a ese incremento.

El cuadro 1 señala que en función de los criterios anteriores, los siguientes países califican en el grupo de altas entradas de capital en 1992-1994: Argentina, Chile, Ecuador, México, Paraguay y Perú.<sup>4</sup> Por su parte, Brasil y Colombia califican como países con altas entradas de capital en 1995-1996, en tanto que Chile y Perú mantuvieron altas entradas en ese bienio.<sup>5,6</sup>

### III

## Episodio de altas entradas de capital a un grupo de países de la región en 1992-1994

Los factores determinantes de los movimientos de capital entre un país exportador de capital y un país importador pueden conceptualizarse en términos de la condición de arbitraje entre las tasas de interés o de retorno de las inversiones en esos países:

- (1)  $r = r^* + E(\text{dep}) + (p - p^*)$ , en que:
- $r$  = Tasa de interés (o de retorno) interna
  - $r^*$  = Tasa de interés (o de retorno) externa
  - $Zi(\text{dep})$  = Expectativa de depreciación de la moneda nacional o riesgo cambiario
  - $(p - p^*)$  = diferencia entre los riesgos-país de las respectivas economías

Esta ecuación señala que un país que ha abierto su cuenta de capital del balance de pagos recibirá entradas de capital mientras su tasa de interés o de retorno a la inversión en una determinada actividad sea más alta que la respectiva tasa que prevalece en el país exportador de capital, y donde la primera se ha ajustado por el riesgo cambiario y por la diferencia en los respectivos riesgos-país.

#### 1. Riesgo-país y riesgo cambiario de las inversiones financieras

Algunas importantes reformas financieras y políticas de estabilización de fines de los años ochenta y de comienzos de los noventa abrieron paso a altas entradas de capital en Argentina, Ecuador, México, Perú y

Paraguay en 1992-1994, y en Colombia a partir de 1994. Las elevadas entradas de capital que muestra Chile contaron con reformas al sistema financiero y a los mercados de capital que se hicieron a lo largo de los años ochenta, y con una economía en franca estabilización desde fines de esa década, aunque sujeta a difundidas prácticas de indización. En el caso de Brasil, la hiperinflación se resolvió con la reforma monetaria que introdujo el "real" en julio de 1994, lo que trajo consigo condiciones favorables a las entradas de capital.

Estas reformas y políticas disminuyeron el riesgo-país (menor probabilidad de restricciones o perturbaciones en el acceso al mercado de divisas en transacciones de salidas de capital). Sin embargo, sólo Chile y Colombia lograron ser calificados como países de bajo riesgo para la inversión internacional (*investment grade*) en 1993 y 1994, respectivamente.

La reducción del riesgo cambiario contribuyó mucho a atraer elevados flujos financieros, alentando incluso expectativas de revaluación de la moneda nacional en los respectivos períodos de altas entradas de capital en los países receptores.

<sup>4</sup> Se optó por excluir a Nicaragua considerando que las altas entradas de capital en ese país incluyen un componente sustancial de transferencias unilaterales.

<sup>5</sup> La alta entrada que registró Chile en 1995-1996, ocurrió pese a haber efectuado prepagos de su deuda externa cercanos a un 3% del PIB en 1995.

<sup>6</sup> Se optó por excluir a Paraguay de los países con altas entradas de capital en 1995-1996 considerando que sus entradas cayeron desde 10.5% del PIB en 1992-1994 a 5.2%.

El Pacto de Estabilidad que se acordó en México en 1989 reforzó el papel estabilizador del tipo de cambio. La banda de flotación cambiaría contempló un piso nominal fijo y un techo que se deslizaba con pequeñas variaciones preanunciadas diarias, lo que permitió proyectar la variación del tipo de cambio (nominal). La inflación anual cayó desde un 26.6% en 1990 a 6.9% en 1994. Pero esta política también opacó el riesgo cambiario. Mientras la inflación acumulada se situó en 66.3% entre 1990 y 1994, la variación acumulada del tipo de cambio nominal (del dólar) alcanzó a 20% en ese período.

La ley de convertibilidad de abril de 1991 introdujo en Argentina un régimen monetario y cambiario anclado en un tipo de cambio nominal fijo, como parte de un ambicioso programa de estabilización. La inflación cayó desde un 172% en 1991 a 4.3% en 1994 (y a 0.2% en 1996). Sin embargo, la política de tipo de cambio nominal fijo anuló el riesgo cambiario. Mientras la inflación acumulada entre 1991 y 1994 alcanzó a 43.8%, la variación acumulada del tipo de cambio nominal (del dólar) alcanzó a 4.8% en ese período.

La política cambiaría de Chile ha contemplado desde 1991 una paridad cambiaría, o centro de la banda, y una banda en la cual puede fluctuar el tipo de cambio de mercado. El centro de la banda persigue otorgar señales de mediano plazo del tipo de cambio real a la actividad exportadora. Por su parte, la flotación dentro de la banda posibilita riesgo cambiario, con miras a desincentivar entradas de capital de corto plazo.

Esta política ha estado sujeta a ajustes, ante el fortalecimiento de la situación y perspectivas del sector externo desde fines de los ochenta. Entre los cambios importantes estuvieron la aplicación de un 20% de encaje a los créditos externos en junio de 1991 (el que posteriormente subió a un 30% y se aplicó a otras entradas de capital financiero según se señala en la sección IV); la ampliación del rango de la banda de un 5% a un 10% en enero de 1992; la flotación "sucia" dentro de esa banda a partir de marzo de 1992; la ligazón del tipo de cambio de referencia de la banda a una canasta de monedas en vez del dólar en julio de 1992; la revaluación del centro de la banda en 5% en enero de 1992 y en 9.7% en noviembre de 1994; y la inclusión de una ganancia comparativa de productividad anual de un 2% en la regla que determina el tipo de cambio de referencia en diciembre de 1995. En octubre de 1996 se elevó de 30% a 100% el margen de los fondos mutuos para invertir en el exterior, quedando tales operaciones y los respectivos retornos li-

berados de la obligación de constituir encaje. Estas medidas contribuyeron a despegar el tipo de cambio de mercado del piso de la banda, pero el riesgo cambiario ha sido relativizado por la persistencia del primero en caer hacia ese piso y por la baja en el tipo de cambio de referencia. Mientras la inflación acumulada entre fines de 1991 y 1996 alcanzó a 68.0%, el tipo de cambio nominal (del dólar) subió un 18.1% en ese período.

Ecuador, Paraguay y Perú tuvieron en los años noventa regímenes de flotación cambiaría con intervenciones del Banco Central en el mercado de divisas, en presencia de políticas de estabilización. Las revaluaciones de las monedas nacionales denotan igualmente un bajo riesgo cambiario, en parte ante las propias entradas de capital. Las variaciones acumuladas del tipo de cambio nominal (del dólar) y de la inflación entre 1991 y 1994 alcanzaron en Ecuador a 110% y 185%; y en Paraguay a 44.2% y 64.2% respectivamente. En Perú, entre 1991 y 1996, las variaciones acumuladas del tipo de cambio nominal (del dólar) y de la inflación se situaron en 217% y 295%.

Colombia introdujo a comienzos de 1994 un sistema cambiario basado en una paridad central que se mueve de acuerdo con una determinada regla y una banda cambiaría de 15%. Este sistema incluye reservas o encajes a los préstamos en moneda extranjera, los que se habían introducido en 1993 y fueron modificados en 1994 según el plazo de esos préstamos (véase la sección IV). La presión del mercado condujo a reapreciar la paridad central en 7% en diciembre de 1994. La incertidumbre política llevó el tipo de cambio de mercado a la cota superior de la banda a mitades de 1995, motivando al Banco de la República a defender la moneda nacional. Sin embargo, entre fines de 1993 y 1996, las variaciones acumuladas del tipo de cambio nominal (del dólar) y de la inflación alcanzaron a 16.3% y 46.1% respectivamente.

La crisis mexicana de 1994-1995 motivó al Banco Central de Brasil a adoptar una banda reptante (*crawling band*), interviniendo para mantener el tipo de cambio en una banda cada vez más reducida, y que ha sido deslizada en procura de una devaluación real pequeña (Días Carneiro, 1997). No obstante lo anterior, las variaciones del tipo de cambio nominal y de la inflación se situaron en 57.2% y en 119% respectivamente, entre 1994 y 1996.

## 2. Rentabilidad de las inversiones internacionales de cartera

Elevadas tasas de interés (reales), tanto activas (préstamos) como pasivas (depósitos), caracterizaron las po-



líticas de liberalización financiera y/o de estabilización de precios en los países con altas entradas de capital en los años noventa.<sup>7</sup> Al mismo tiempo, las tasas nominales activas y pasivas en Estados Unidos se redujeron por debajo de sus niveles de tendencia en 1992-1994, cayendo a 6.5% y 3.8%. Esta situación se revirtió parcialmente en 1995-1996 al subir esas tasas a 8.6% y 5.7% respectivamente.

La regla 144-A de la Comisión de Valores de Estados Unidos (1990) facilitó la colocación de valores en los mercados de capital de ese país, mediante ADR (*American Depositary Receipts*) y otras modalidades, y en otras economías industrializadas principalmente mediante eurobonos (Caro, 1994).

En ese contexto, la reducción y/o anulación del riesgo cambiado (que se señaló más arriba) otorgó gran significado a los siguientes factores en los países receptores de altas entradas de capital en 1992-1994 y en 1995-1996, según correspondía: i) la diferencia (*spread*) entre sus tasas de interés (o de retorno a la inversión) en relación con los Estados Unidos (y otros países exportadores de capital), como lo señala la ecuación (1), y ii) la subvaloración (en dólares) de las acciones internas en bolsas de valores emergentes de países de la región hacia 1990, considerando las expectativas de beneficios generadas por las reformas económicas y las mayores relaciones precio/utilidad a las que podían colocarse acciones mediante ADR en los mercados de capital de los Estados Unidos.

Las diferencias entre las tasas nominales equivalentes en dólares sobre préstamos en Estados Unidos en relación con las de Chile, Ecuador, Paraguay y Perú se situaron en 1992-1994 en promedio en 4.4%, 10.7%, 9%, y 37.7% al año respectivamente, llevando a instituciones financieras y agentes internos a captar recursos en los mercados internacionales de capital.<sup>8</sup> En 1995-1996 esas diferencias alcanzaron a 20% en Colombia, 7.7% en Chile y 11.3% en Perú (FMI, 1997).

<sup>7</sup> Esta situación apunta a la credibilidad de las políticas antiinflacionarias, a políticas monetarias restrictivas, a fallas en la regulación y supervisión prudencial que no imitan las demandas de crédito riesgosas en bancas desreguladas, a altos costos de transacción bancarios, a insuficiencia de ahorro nacional y a otros factores.

<sup>8</sup> Las tasas de interés internas equivalentes en dólares ( $i^*$ ) se obtuvieron aplicando la siguiente fórmula:  $(1 + i^*) = (1 + i)/(1 + tc)$ , donde  $i$  es la tasa interna en moneda nacional y  $tc$  es la variación en el tipo de cambio. En el caso de Chile y Colombia, el efecto de un encaje o reserva (de un 30%) se introdujo multiplicando  $i^*$  por  $(1 - e)$ , donde  $e$  es la tasa de encaje o reserva por unidad de entrada de capital financiero.

Por su parte, las diferencias medias entre las tasas de interés nominales de depósito en Estados Unidos respecto de las de Argentina, Chile, Ecuador, México y Paraguay alcanzaron en promedio a 4.2%, 3.4%, 3.7%, 6.9%, y 4% al año, respectivamente, incentivando a inversionistas extranjeros a canalizar recursos hacia esos países en 1992-1994. En 1995-1996 esas diferencias fueron de 5.1% en Brasil, 13.3% en Colombia, 4.7% en Chile y 3.5% en Perú (FMI, 1997).

Entre 1990-1992 y fines de 1994 los índices de precios de las bolsas de valores en dólares se triplicaron en Brasil y Colombia, y se duplicaron en Argentina, Chile, México y Perú, brindando sustanciales ganancias a los inversionistas de cartera (CEPAL, 1996a). Estas alzas se asociaron con saltos en la colocación de acciones y bonos en los mercados internacionales de capital. El cuadro 3 muestra que el total de las emisiones brutas de acciones de la región en esos mercados aumentó en casi tres veces entre 1990-1991 y 1993-1994, y que el total de las emisiones brutas de bonos se multiplicó en casi siete veces entre 1990-1991 y 1995-1996. Argentina y México captaron alrededor de dos tercios de esas inversiones en 1992-1994. México por sí solo obtuvo más del 40% en ese período; las inversiones de cartera en ese país pasaron desde valores ligeramente negativos en 1983-1989, a 1.3% del PIB en 1990-1991, y a 5.2% del PIB en 1992-1994, siendo lejos el principal componente de sus entradas de capital en ese trienio. Por su parte, Brasil captó alrededor de un cuarto del total de las emisiones brutas de acciones y bonos en 1995-1996.

### 3. Sustitución de ahorro nacional por ahorro externo

El cuadro 4 desglosa el comportamiento de las proporciones de ahorro nacional, ahorro externo e inversión interna (todos a precios corrientes) en países con altas entradas de capital en 1992-1994 (Argentina, Ecuador, México y Paraguay), en 1992-1996 (Chile y Perú) y en 1995-1996 (Brasil y Colombia). Los aumentos en el ahorro externo coincidieron con importantes disminuciones en el ahorro nacional en esos países, salvo Chile y Ecuador.

En México, la inversión como proporción del PIB aumentó en sólo dos puntos porcentuales entre 1983-1989 y 1992-1994 frente a un aumento en el ahorro externo que superó los siete puntos porcentuales. En Paraguay, un aumento en el ahorro externo de casi ocho puntos del PIB entre 1990-1991 y 1992-1994 se asoció con una caída similar en el ahorro nacional, con

CUADRO 3

**Algunos países de América Latina y el Caribe: Emisiones internacionales  
brutas de acciones (A) y de bonos (B), 1990-1996"**

(Millones de dólares)

| Países  | Años |       | 1990  |       | 1991  |        | 1992  |        | 1993  |        | 1994 |        | 1995  |        | 1996 |   |
|---|------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|------|--------|-------|--------|------|---|
|   | A    | B     | A     | B     | A     | B      | A     | B      | A     | B      | A    | B      | A     | B      | A    | B |
| Argentina   | -    | 21    | 360   | 795   | 392   | 1 570  | 2 655 | 6 308  | 735   | 5 319  | -    | 6 354  | 217   | 13 738 |      |   |
| Brasil  | -    | -     | -     | 1 837 | 133   | 3 665  | -     | 6465   | 1028  | 3 998  | 26   | 7 041  | 387   | 11 194 |      |   |
| Chile   | 98   | -     | -     | 200   | 129   | 120    | 288   | 322    | 799   | 155    | 224  | 300    | 297   | 1 750  |      |   |
| Colombia  | -    | -     | -     | -     | -     | -      | 98    | 567    | 207   | 955    | 71   | 1083   | -     | 1 751  |      |   |
| México  | -    | 2 477 | 3 531 | 3 782 | 3 077 | 6 100  | 2 913 | 11339  | 1679  | 6 949  | -    | 7 646  | 668   | 17 823 |      |   |
| Perú  | -    | -     | -     | -     | -     | -      | 26    | 30     | 133   | 100    | -    | -      | 1 052 | -      |      |   |
| <i>América Latina y<br/>el Caribe<sup>b</sup></i> | 98   | 3 124 | 3 891 | 7 522 | 3 965 | 12 577 | 6 022 | 28 764 | 4 704 | 18 097 | 962  | 2 3071 | 3 662 | 47157  |      |   |

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos proporcionados por el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y *Euromoney*.

<sup>a</sup> Los montos anotados son brutos, en el sentido de que excluyen la amortización de bonos y *A flow back* de acciones colocadas mediante ADR y GDR.

<sup>b</sup> Incluye otros países.

CUADRO 4

**Ahorro nacional bruto (ANB), ahorro externo (AEX) e  
inversión interna bruta (IIB) en países con altas entradas de capital**

(Porcentaje promedio del PIB)

| Países/períodos               | ANB  | AEX  | IIB  | Países/períodos             | ANB  | AEX  | IIB  |
|-------------------------------|------|------|------|-----------------------------|------|------|------|
| <i>Argentina<sup>1</sup>*</i> |      |      |      | <i>Ecuador</i>              |      |      |      |
| 1983-1989                     | 16.3 | 2.2  | 18.5 | 1983-1989                   | 13.8 | 6.0  | 19.8 |
| 1990-1991                     | 15.7 | -1.4 | 14.3 | 1990-1991                   | 17.5 | 2.3  | 19.8 |
| 1992-1994                     | 15.5 | 2.9  | 18.4 | (1992-1994)                 | 18.3 | 2.1  | 20.4 |
| 1995-1996                     | 16.6 | 1.2  | 17.8 | 1995-1996                   | 16.0 | 1.8  | 17.8 |
| <i>Brasil</i>                 |      |      |      | <i>México</i>               |      |      |      |
| 1983-1989                     | 20.9 | 0.7  | 21.5 | 1983-1989                   | 21.6 | -0.9 | 20.7 |
| 1990-1991                     | 19.6 | 0.6  | 20.2 | 1990-1991                   | 19.5 | 3.7  | 23.2 |
| 1992-1994                     | 19.6 | -0.4 | 19.3 | 1992-1994                   | 15.5 | 6.5  | 22.0 |
| 1995                          | 16.8 | 2.5  | 19.2 | 1995-1996                   | 21.0 | 0.5  | 21.5 |
| <i>Colombia<sup>2</sup></i>   |      |      |      | <i>Paraguay<sup>3</sup></i> |      |      |      |
| 1983-1989                     | 19.1 | 0.6  | 19.7 | 1983-1989                   | 15.6 | 7.9  | 23.5 |
| 1990-1991                     | 22.0 | -4.8 | 17.2 | 1990-1991                   | 18.6 | 5.2  | 23.8 |
| 1992-1994                     | 19.0 | 1.5  | 20.5 | 1992-1994                   | 10.1 | 10.3 | 23.1 |
| 1995-1996                     | 15.6 | 5.5  | 21.0 | 1995-1996                   | 8.2  | 5.1  | 23.6 |
| <i>Chile</i>                  |      |      |      | <i>Perú</i>                 |      |      |      |
| 1983-1989                     | 13.6 | 5.8  | 19.3 | 1983-1989                   | 20.2 | 2.5  | 22.8 |
| 1990-1991                     | 24.2 | 1.2  | 25.4 | 1990-1991                   | 18.3 | 2.3  | 20.6 |
| 1992-1994                     | 24.7 | 2.8  | 27.4 | 1992-1994                   | 16.9 | 5.0  | 21.9 |
| 1995-1996                     | 25.4 | 2.1  | 27.5 | 1995-1996                   | 18.7 | 6.0  | 24.6 |

Fuente: CEPAL, Cuentas nacionales y balances de pagos de países de la región.

<sup>1</sup> Ahorro nacional obtenido como residuo entre la inversión interna de cuentas nacionales y el saldo del balance de pagos en cuenta corriente.

<sup>2</sup> Ahorro nacional de 1996 determinado como en a.

lo cual la inversión interna permaneció prácticamente invariada. Igualmente, en Brasil un aumento del ahorro externo de alrededor de casi tres puntos porcentuales del PIB entre 1992-1994 y 1995, no aumentó la proporción de inversión interna.

En Chile, caídas en el ahorro externo coincidieron con aumentos en el ahorro nacional y, por consiguiente, con caídas en las proporciones del PIB destinadas a consumo, entre 1983-1989 y 1992-1994. El ahorro nacional bruto aumentó desde un 13.6% en 1983-1989 a un 24.7% en 1992-1994 y a 25.4% en 1995-1996. Sin embargo, la sustitución de ahorro ocurrió a nivel de las personas. Estas últimas registraron un ahorro prácticamente nulo en 1992-1994, no obstante que su ahorro previsional mandatorio alcanzó a alrededor de 3.5% del PIB en ese período (Arrau, 1996). Un desahorro voluntario similar indica que no han sido inmunes a la onda de consumo que ha afectado a los países con altas entradas de capital.

Estos antecedentes sugieren que ha habido una importante sustitución entre ahorro externo y ahorro nacional en la región. Estudios estadísticos que controlan otras variables que influyen en el ahorro nacional han mostrado que un aumento del ahorro externo en un punto porcentual del PIB ha reducido el ahorro nacional en alrededor de medio punto porcentual en la región (CEPAL, 1995).

La concurrencia de medidas de liberalización financiera con elevados déficit en cuenta corriente en varios países con altas entradas de capital en los años noventa, puso de manifiesto el "síndrome" que observó Goos en experiencias similares en los países escandinavos y en el Reino Unido: caídas en el ahorro, un importante incremento en el financiamiento del consumo más que de la inversión, y deterioros en la cuenta corriente del balance de pagos (Goos, 1996).

El principal factor que condujo a estos resultados en esas experiencias fue el crédito de la banca al sector privado para financiar consumo. En varios países de la región con altas entradas de capital en los años noventa, se ha atribuido un papel similar al crédito bancario (Sachs, Tornell y Velasco, 1996). El crédito bancario al sector privado como proporción del PIB se duplicó entre 1990 y 1994 en Ecuador, México, Paraguay y Perú (FMI, 1997).

Otros factores también incentivaron el consumo en los países con altas entradas de capital en los años noventa: el efecto riqueza ligado a la rápida apreciación de las acciones (salvo en Ecuador, al no contarse con un mercado interno de capital que hubiera incorporado importantes flujos internacionales de inversión

de cartera); las reformas comerciales que rebajaron los aranceles medios a la importación a entre 10 y 15% en presencia de fuertes caídas del tipo de cambio real (cuadro 5), y el ajuste de los patrones de consumo en países con renovado acceso al financiamiento externo y al crédito.

#### 4. Caída en los tipos de cambio reales

El cuadro 5 presenta las entradas de capital como proporción del PIB, la proporción de esas entradas que se destinó a reservas internacionales, y el comportamiento de los tipos de cambio reales (efectivos de exportación) en países de la región en los años noventa, tomando como base el tipo de cambio real de 1990. Seis de los países que registraron altas entradas de capital (Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México y Perú) canalizaron alrededor de un tercio o menos de ellas hacia la acumulación de reservas internacionales y, por lo tanto, dos tercios o más de hacia la cuenta corriente. El ahorro nacional en esos países, salvo Ecuador, se estancó o incluso cayó (cuadro 4), lo que limitó la capacidad de sus bancos centrales. En Argentina, Ecuador, México y Perú los tipos de cambio reales cayeron (la moneda se apreció) en alrededor de 20% en 1992-1994 en comparación con 1990. Por su parte, los tipos de cambio reales cayeron en Brasil y en Colombia en alrededor de un 30% en 1995-1996 respecto de 1990 (y en el primero en 40% en comparación con 1992-1994).

El Banco Central de Chile captó principalmente ahorro previsional para financiar una acumulación de reservas internacionales equivalente a más del 50% de las entradas de capital en 1992-1996 (y casi dos terceras partes de esas entradas en 1992-1994). Con la colocación de valores del Banco Central en los fondos de pensiones (casi un 40% de esos fondos) se obtuvo un déficit en cuenta corriente de 3.6% del PIB en 1992-1994 y de 1.9% en 1995-1996, no obstante entradas de capital equivalentes a 8.3% y 4.5% del PIB en esos períodos (cuadro 1). Esto contribuyó a que el tipo de cambio real registrara la menor caída entre los países de la región con altas entradas de capital en los años noventa.

Esta evidencia sugiere que las elevadas entradas de capital en ese período se asociaron con significativas caídas en el tipo de cambio real. El aumento del ahorro nacional y su aplicación a una importante acumulación de reservas internacionales permitió, en casos aislados, amortiguar este proceso. Desde luego, el uso del tipo de cambio como herramienta de estabili-

CUADRO 5

Países latinoamericanos con altas entradas de capital en los años noventa:  
Entradas de capital, variación de las reservas y tipo de cambio real

| Países/períodos                               | Entradas de capital<br>(% del PIB) | Variación de las reservas<br>(% de las entradas capital) | Tipo de cambio real (1990 = 100) |                    |
|---|------------------------------------|--|----------------------------------|--------------------|
|   |                                    |  | Promedio 1992-1994               | Promedio 1995-1996 |
| <i>Países con altas entradas en 1992-1994</i> |                                    |  |                                  |                    |
| Argentina                                     | 4.3                                | 24.5   | 76.6                             | 88.0               |
| Ecuador                                       | 5.7                                | 34.4   | 85.6                             | 79.3               |
| México  | 6.5                                | -12.6  | 81.9                             | 115.3              |
| <i>Países con altas entradas en 1992-1996</i> |                                    |  |                                  |                    |
| Chile   | 6.8                                | 52.9   | 96.1                             | 90.3               |
| Perú  | 7.9                                | 35.4   | 82.9                             | 84.0               |
| <i>Países con altas entradas en 1995-1996</i> |                                    |  |                                  |                    |
| Brasil  | 4.3                                | 33.3   | 112.6                            | 67.8               |
| Colombia                                      | 6.1                                | 17.1   | 83.9                             | 73.1               |

Fuente: FMI, 1997; CEPAL, 1997.

zación en Argentina (desde 1991), en Brasil (desde 1994), y en México (en 1989-1994), así como la acentuada expansión del gasto interno que acompaña a altas entradas de capital, entre otros factores, también incidieron en las caídas que experimentaron los tipos de cambio reales.

##### 5. Riesgos macroeconómicos y financieros asociados a elevadas entradas de capital

En México, entradas de capital crecientemente volátiles financiaron un déficit en cuenta corriente que alcanzó al 7% del PIB en 1994, año en el que se registraron graves hechos políticos en ese país. Esta situación, y un tipo de cambio que habría quedado fuera de línea, expusieron la vulnerabilidad externa de la economía mexicana e incrementaron el riesgo de reversión de los flujos de capital (Goos, 1996).

Un aumento en la banda de flotación de un 15% en diciembre de 1994 extendió la percepción de riesgo cambiario, provocó salidas de capital equivalentes a 7.2% del PIB en 1995, y desplomó la bolsa de valores en 62% (medida en dólares) entre el tercer trimestre de 1994 y el cuarto trimestre de 1995. La corrida contra el peso sobredevaluó la moneda nacional, al caer su cotización a la mitad en el lapso de tres meses. El ajuste macroeconómico redujo el PIB en 6,6% en 1995 y afectó la solvencia de la banca. Un 20% de créditos en cartera vencida llevaron a adoptar medidas de rescate que costaron un 6% del PIB. Sin embargo, un

aumento de un 41% en el tipo de cambio real (efectivo de las exportaciones) en el bienio 1995-1996 (cuadro 5), aportó una sólida base para reactivar las exportaciones y las actividades transables.

La situación mexicana "contagió" a Argentina, al provocar la percepción de riesgo cambiario entre los depositantes e inversionistas y comprometer la credibilidad del tipo de cambio fijo. Un retiro de alrededor de 14% de los depósitos de la banca en el primer trimestre de 1995 detonó un proceso de ajuste recesivo. El PIB se redujo en 4.4% en 1995 y la bolsa (medida en dólares) cayó un 29.5% entre el tercer trimestre de 1994 y el cuarto trimestre de 1995.

La recesión económica afectó la estabilidad de la banca, al subir los créditos en cartera vencida a un 28%. El Banco Central de Argentina enfrentó la inestabilidad financiera promoviendo un sistema privado de garantía a los depósitos, impulsando fusiones y consolidaciones bancarias, y sosteniendo el nivel del crédito bancario frente al sustancial retiro de depósitos. Esto limitó significativamente el ajuste automático que caracteriza al régimen de tipo de cambio nominal fijo (Eichengreen y Wyplosz, 1996; CEPAL, 1996c). No obstante lo anterior, el tipo de cambio real (efectivo de las exportaciones) subió un 15% en 1995-1996 en relación con el trienio 1992-1994, lo que contribuyó a la rentabilidad de las actividades exportadoras y transables.

La fuerte expansión crediticia en Ecuador y Paraguay en 1992-1994 motivó insolvencias bancarias con un costo de rescate equivalente a 4.1% del PIB en

Paraguay en 1995, y de 1.1% del PIB en Ecuador en 1996.<sup>9</sup>

El desplome de la bolsa mexicana contribuyó a una caída de un 5.7% en el índice de precios (medido en dólares) de la bolsa de valores de Chile entre el tercer trimestre de 1994 y el cuarto de 1995. Ese desplome y la incertidumbre política parecen importantes en la caída de 37% del índice de precios (medido en dólares) de la bolsa de Colombia en ese período. Sin embargo, estos eventos no afectaron el ritmo de actividad económica en Chile en 1995-1996.

Los anteriores antecedentes señalan que los riesgos macroeconómicos y financieros derivados de ele-

vadas entradas de capital a la región en los años noventa se limitaron a pocos países, a diferencia del generalizado problema de deuda externa a que condujeron los altos flujos de crédito externo en 1977-1981. La situación de los noventa puede atribuirse principalmente a dos factores: i) la concentración de las inversiones internacionales de cartera en pocos países de la región, en parte debido a los requisitos de transparencia y evaluación de riesgo que caracteriza a la emisión y colocación de valores en los mercados de capital de Estados Unidos y de los países industrializados, y ii) las políticas de captación de capital externo en algunos de los países sujetos a altas entradas de capital en ese período.

## IV

### Políticas relativas a la captación de capital externo

Las experiencias de los países de América Latina y el Caribe con altas entradas de capital en las últimas décadas señalan la importancia de aplicar frente a ellas los siguientes criterios de política económica en los países receptores:

i) establecer políticas de fomento del ahorro nacional y de desarrollo del sistema financiero y los mercados internos de capital, con miras a proporcionar una base sólida al financiamiento de la inversión interna y posibilitar entradas de capital en línea con el ahorro externo sostenible,

ii) mantener el nivel y la composición de las entradas de capital que sean compatibles con el déficit sostenible en cuenta corriente del balance de pagos,

iii) utilizar instrumentos de política encaminados a regular las entradas de capital, de acuerdo con el respectivo régimen monetario y cambiario, y conducentes a una inserción progresiva y ordenada en los mercados internacionales de capital.

Esas experiencias también señalan que los países exportadores y receptores de capital podrían fortalecer las regulaciones prudenciales que orientan los flujos financieros internacionales.

#### 1. Políticas de fomento del ahorro nacional y de desarrollo financiero

Las proporciones de ahorro nacional de los países de la región se han estancado en alrededor del 20% del PIB desde los años setenta. La limitada profundización financiera en estos países se refleja en la relación entre M2 (dinero y quasi dinero) y el PIB. Este indicador alcanzó en Argentina, Colombia, Ecuador y Perú a alrededor del 20% del PIB en 1994, y a 35% en Chile y México (FMI, 1997).

La insuficiencia de ahorro nacional y la estrechez de los mercados financieros internos limitaron las opciones de política económica en varios países con altas entradas de capital en 1992-1994 y los expusieron a riesgos macroeconómicos y financieros. Por su parte, la inestabilidad financiera que afectó a varios de los países con altas entradas de capital en ese período pone de relieve la falta de consolidación institucional de sus sistemas de regulación y supervisión prudencial (CEPAL, 1996b).

Lo anterior subraya la importancia de contar con políticas de ahorro y de desarrollo de los sistemas financieros internos que respalden la inversión interna en los países de la región, y que al mismo tiempo posibiliten un ahorro externo compatible con sus déficits sostenibles en cuenta corriente.

<sup>9</sup> La crisis bancaria de 1994-1995 en Brasil se originó en interferencias políticas en el proceso crediticio de dos grandes bancos estatales y en fallas en la regulación y supervisión prudencial de la banca.

## 2. Déficit sostenible en cuenta corriente

El déficit en cuenta corriente que pueden sostener las entradas de capital a un país, y el correspondiente tipo de cambio real de mediano y largo plazo, surgen como los conceptos más importantes de las experiencias con movimientos de capital en la región en las últimas dos décadas. Este déficit está directamente ligado con la capacidad de un país para atraer capital externo y para preservar su calidad crediticia en el tiempo. Los múltiples factores que están involucrados en la determinación de ese déficit y del tipo de cambio real asociado, tornan complejos los modelos intertemporales que persiguen estimarlos (Soto, 1996).

Para fines de política económica, se ha propuesto fijar un déficit con sesgo conservador y recurrir para ello a los siguientes indicadores, que aumentan o disminuyen el déficit sostenible según sus respectivos signos (Milesi-Ferreti y Razin, 1996):

- i) estabilidad política (inestabilidad política con signo menos),
- ii) deuda externa (alta proporción y aumento en la relación deuda externa/exportaciones y/o deuda externa/PIB con signo menos),
- iii) exportaciones (alta proporción e incremento en la relación exportaciones/PIB con signo más),
- iv) tipo de cambio real (tipo de cambio bajo y caídas en el tipo de cambio real con signo menos),
- v) tasa de ahorro nacional (alta proporción y aumentos en el ahorro nacional con signo más),
- vi) estabilidad del sistema bancario interno (sistema bancario solvente, transparente y sujeto a firmes reglas de regulación y supervisión prudencial con signo más),
- vii) composición de las entradas de capital (alta proporción e incremento en las entradas de corto plazo y/o de naturaleza especulativa con signo menos).

Los saldos en cuenta corriente de países de la región entre 1977 y 1996 que mostró el cuadro 1, señalan que sólo los países pequeños, o sujetos a elevadas transferencias unilaterales, han sostenido déficit en cuenta corriente superiores a 5% del PIB durante períodos considerables. El déficit sostenible en cuenta corriente de Chile se ha estimado en 3% a 4% del PIB (Le Fort y Budnevich, 1995). Sin embargo, la estimación de ese déficit contrasta con las elevadas entradas de capital a ese país desde 1983 a 1996, equivalentes a más de 6.5% del PIB al año.

El déficit sostenible en cuenta corriente en países de mayor tamaño de la región, que se caracterizan por proporciones exportaciones-producto más bajas, pue-

de ser inferior al porcentaje que se estimó para Chile. El déficit en cuenta corriente de México en 1992-1994, de alrededor del 7 % del PIB, no fue sostenible. En parte por efecto del contagio de la crisis mexicana, el déficit de Argentina en ese período, equivalente a 3.2% del PIB, tampoco resultó sostenible en 1995-1996.

## 3. Políticas de regulación y ajuste ante entradas de capital

Las medidas que el Banco Central de un país puede adoptar para regular los flujos de capital en episodios de altas entradas de capital, o ajustar el tipo de cambio frente a mejorías permanentes en la situación y perspectivas del sector externo, dependen del régimen monetario y cambiario. En principio, el Banco Central no dispondría de herramientas con miras a estos fines en un régimen de tipo de cambio nominal fijo y no las requeriría en un régimen de tipo de cambio libre y fluctuante.

Un régimen de tipo de cambio nominal fijo elimina el riesgo cambiado (en la medida en que ese tipo de cambio sea creíble). Este régimen pasa por una completa apertura de la cuenta de capital a fin de asegurar a los agentes económicos, en cualquier momento, la plena convertibilidad de sus activos y pasivos en moneda extranjera, y viceversa. Por esta razón, este régimen cambiario es incompatible con restricciones a los flujos de capital.<sup>10</sup>

En un régimen de tipo de cambio libre y fluctuante todas las transacciones en divisas (tanto en cuenta corriente como en cuenta de capital del balance de pagos) se realizan entre los propios oferentes y demandantes de divisas, sin involucrar al Banco Central en operaciones de cambio. En principio, este régimen no contempla restricciones a los movimientos de capital, y el riesgo cambiario tampoco constituye un componente de la política cambiaria al ser internalizado por los propios participantes en el mercado de divisas."

Dado el riesgo-país, los flujos de fondos desde un país exportador de capital hacia un país importador tendrán lugar hasta que se cumpla con la condición de

<sup>10</sup> La política monetaria es enteramente pasiva al crear y contraer dinero (base) sólo a través de operaciones de cambio. Para estos efectos, el Banco Central ejerce funciones de caja de conversión (*currency board*) y respalda todo el dinero (base) con reservas internacionales.

<sup>11</sup> El Banco Central puede llevar a cabo una política monetaria activa a través de las operaciones cambiarias de crédito interno, pero al no participar en las operaciones cambiarias deja el comportamiento del tipo de cambio expuesto a la variabilidad de los movimientos de capital.

arbitraje que señaló la ecuación (1). En consecuencia, para desincentivar entradas de capital en este último se requiere de regímenes monetarios y cambiarios que limiten el arbitraje y posibiliten una brecha entre las tasas internas e internacionales de interés, y/o entre las tasas internas e internacionales de rendimiento de las inversiones financieras en acciones (y eventualmente de las inversiones directas).

Los argumentos que avalan esta brecha se desprenden del nivel de las tasas de interés internas que logran el equilibrio interno entre el gasto agregado y el ingreso nacional, y por ende, el correspondiente ahorro externo de equilibrio en el país importador de capital. En economías con insuficiente ahorro nacional, baja dotación de capital, mercados financieros imperfectos y políticas de estabilización en curso, el nivel de estas tasas puede al mismo tiempo atraer tales entradas de capital, que comprometen esos equilibrios con una cuenta de capital abierta, a menos que se impongan restricciones a esas entradas. Al mismo tiempo, mayores entradas de capital en economías como las señaladas pueden favorecer la revalorización de los activos existentes y el riesgo de una burbuja financiera en vez de financiar incrementos en la formación de capital real (Zahler, 1992).

Los regímenes monetarios y cambiarios que hacen posible una brecha en el arbitraje de los movimientos de capital otorgan al Banco Central capacidad de manejo de esos movimientos (y, por lo tanto, un grado de autonomía a la política monetaria). Estos regímenes se refieren principalmente a una flotación cambiaria "sucia", o con intervenciones no preanunciadas del Banco Central en el mercado cambiario; y a tipos de cambio de mercado determinados a partir de un tipo de cambio de referencia reptante (*crawling peg*), con reglas idóneas de ajuste<sup>12</sup> y una banda cambiaria; y tipos de cambio de mercado determinados en una banda cambiaria reptante (*crawling band*).

Las principales herramientas de los países receptores que surgen en estos regímenes frente a altas entradas de capital, son la aplicación de impuestos y encajes, un mayor riesgo cambiario, la acumulación de reservas internacionales y el ajuste cambiario.

La aplicación de estos instrumentos es enteramente compatible con medidas que abren en forma progresiva la cuenta de capital del balance de pagos, tanto a entradas como a salidas de fondos.

<sup>12</sup> Estas reglas toman en cuenta la diferencia entre la inflación interna y externa y la diferencia entre la variación de la productividad interna y externa.

#### a) *Encajes e impuestos a las entradas de capital*

Los encajes e impuestos son las principales herramientas para disuadir las entradas de capital (Agosin y Ffrench-Davis, 1996). Aumentan el costo financiero que los agentes internos pagan por acceder a fuentes de financiamiento externo, y disminuyen el rendimiento de los agentes extranjeros al colocar fondos en los mercados internos del país importador de capital.

Los encajes pueden diferenciarse en función del plazo; mientras las entradas de capital de largo plazo pueden eximirse, su fijación pone un freno a las de corto plazo y/o de naturaleza especulativa. Los mismos resultados pueden lograrse mediante impuestos diferenciados en función del plazo de las entradas de capital. Sin embargo, a diferencia de los encajes, su aplicación está habitualmente sujeta a la dictación de una ley (Jiménez, 1995).

La aplicación de encajes y/o impuestos a las entradas de capital financiero gana importancia en dos situaciones. Primero, ante el rezago a la baja que han mostrado las tasas de interés internas en políticas de liberalización financiera y/o estabilización en países de la región. Segundo, en una combinación de factores internos y externos favorables, incluyendo algunos de corte transitorio, que puede atraer un cúmulo de entradas de capital financiero hacia mercados internos todavía estrechos o en franco desarrollo, como las que tuvieron lugar en varios países de la región en 1992-1996.

Los encajes se han visualizado en Chile y en Colombia como un importante instrumento para limitar la afluencia de entradas de capital de corto plazo. En ambos países, su aplicación ha ido a la par con medidas de apertura de la cuenta de capital del balance de pagos (ampliación de las transacciones que pueden realizarse en el mercado cambiario formal, autorización a la colocación de valores en los mercados financieros internacionales, desregulación de salidas de capital y otras). En el caso de Chile, su uso se ha extendido en el tiempo, principalmente por la lenta caída en las tasas reales de interés (Zahler, 1995). En Colombia, la aplicación de encajes se ha concebido como una herramienta frente a cúmulos de entradas de capital financiero de corto plazo (Urrutia, 1995).

El cuadro 6 muestra las restricciones a los movimientos de capital en Chile. Las entradas de capital, salvo la inversión extranjera directa y la inversión de cartera mediante ADR primarios, han estado sujetas a un 30% de encaje y a otros requisitos. Ese encaje se aplica durante un año, cualquiera sea el plazo de ellas, a todas las entradas de capital financiero en la forma

CUADRO 6

## Chile: restricciones a los movimientos de capital

| <i>Entradas de capital</i>   | <i>Restricciones cuantitativas</i>   | <i>Otros requisitos</i>   |
|--|--|---|
| Inversión extranjera directa                                       | Sin restricciones cuantitativas  | Tiempo mínimo de permanencia: 1 año para el principal;<br>Beneficios no sujetos a restricción de tiempo   |
| Inversión de cartera<br>ADR  | 30% de requerimiento de reserva a inversiones secundarias (julio 1995)     | Mínimo 10 millones de dólares para emisión primaria (nov. 1995)<br>BBB o + para compañías financieras<br>BBB+ o + para bancos   |
| Otros  |  |   |
| Préstamos y bonos  | 30% de requerimiento de reserva, a 1 año, independientemente de su madurez | Mínimo 25 millones de dólares<br>BBB o BBB+   |
| Depósitos y líneas de crédito                                      | 30% de requerimiento de reserva, sobre el promedio mensual                 |   |
| <i>Salidas de capital</i>  |  |   |
| Inversión externa institucional                                    |  |   |
| Fondos de pensiones  | 9% del total de fondos (4.5% de los activos compuestos por acciones)       |   |
| Cías. de seguros de vida   | 10% del total de fondos  |   |
| Cías. de seguros generales   | 15% de sus reservas  |   |
| Fondos mutuos  | 30% del fondo  |   |
| Inversión externa del sector bancario                              | 25% del capital y reservas   | Bonos y valores emitidos o garantizados por gobiernos externos o bancos centrales<br>La adquisición de bancos extranjeros o el establecimiento de sucursales extranjeras requieren una razón capital/activos de 10% |
| Inversión externa de individuos y del sector privado no financiero | Sin restricciones cuantitativas  | Limitaciones relacionadas con el acceso al mercado cambiario formal   |

Fuente: Le Fort, G. y Budnevich, C. (1995).

de bonos, préstamos, depósitos, líneas de crédito y ADR secundarios. Esta política persigue cerrar la brecha de arbitraje entre las tasas internas e internacionales de interés o de rendimiento hasta un año plazo, esperándose que los mayores riesgos desincentiven por sí mismos entradas de capital financiero a plazos más largos (Le Fort y Budnevich, 1995).

En Colombia, los encajes se han diferenciado según el plazo de entrada del capital financiero, con miras a cerrar las referidas brechas de arbitraje hasta cinco años plazo. El cuadro 7 señala que a partir de 1994 los créditos con un período de madurez de más de 60 meses no han estado sujetos a encaje o reserva, y que estos requerimientos han sido mayores cuanto menor ha sido el plazo de vigencia de los créditos (Banco de la República, 1995).

En Brasil, en octubre de 1994 se incrementó de 3% a 7% el impuesto a los préstamos en moneda ex-

tranjera y se introdujo un impuesto de 1% a la inversión de cartera, con el objeto de limitar las entradas de capital ante las elevadas tasas de interés que siguieron a la introducción del real. La crisis financiera mexicana llevó a eliminar transitoriamente esos gravámenes. Sin embargo, en agosto de 1995 el impuesto sobre la inversión de cartera se fijó en 7% y el de los préstamos externos en 5%, estos últimos con una escala decreciente que llegaba a cero para plazos superiores a seis años. A partir de febrero de 1996, todos los instrumentos financieros utilizados en la intermediación de los flujos de capital externo se sujetaron a un impuesto de entrada de 5%.

La efectividad de los encajes e impuestos está condicionada por el entorno macroeconómico de los países receptores de capital. Una economía suficientemente ordenada y estable, con una paridad cambiaria en línea con su tipo de cambio de equilibrio de me-



CUADRO 7

## Colombia: Restricciones a las entradas de capital

| <i>Entradas de capital</i>  | <i>Restricciones cuantitativas</i>                            | <i>Otras restricciones</i>   |
|---|---|--|
| Ingresos provenientes de la venta de moneda extranjera                      | Comisión de 5% (abril 1991)                                   |  |
| Ingresos de "no exportación" en moneda extranjera                           | Retención de 3% (abril 1991)<br>Retención de 10% (julio 1992) |  |
| Ingresos en moneda extranjera por concepto de turismo                       | Límite de 25 000 dólares                                      |  |
| <i>Créditos</i>   |   | Los bancos deben mantener activos netos en moneda extranjera, lo que limita sus préstamos en moneda extranjera.                                      |
| Créditos con un período de madurez inferior a los 30 días y hasta 60 meses: |   |  |
| i) Depósitos a 30 días o menos  | 140% de requerimientos de reserva (agosto 1994)               | Las reservas deben mantenerse por todo el tiempo de duración del préstamo, y debe construirse un depósito previo para créditos inferiores a 60 meses |
| ii) Depósitos a 12 meses  | 93% de requerimiento de reserva (marzo 1994)                  |  |
| iii) Depósitos a 18 meses   | 64% de requerimientos de reserva (marzo 1994)                 | El Banco de la República puede adquirir los títulos cuyo plazo sea de hasta 12 meses antes de su vencimiento, aplicando un descuento de 55%.         |
| iv) Depósitos a 24 meses  | 42.8% de requerimientos de reserva (agosto 1994)              |  |
| v) Depósitos de entre 24 y 60 meses   | 30% de requerimientos de reserva (agosto 1994)                | Los prepagos sólo pueden efectuarse después de 36 meses desde la fecha de contratación (salvo autorización expresa del Banco de la República)        |
| vi) Depósitos a más de 60 meses   | Sin requerimientos de reserva (agosto 1994)                   |  |

Fuente: Banco de la República, 1995.

diario y largo plazo, puede atraer un exceso de entradas de capital y justificar encajes e impuestos con el objeto de prevenir efectos macroeconómicos adversos. En cambio, en un país con elevados déficit en cuenta corriente, una moneda nacional sobrevalorada y presiones inflacionarias, las restricciones a las entradas de capital pueden ser redundantes ante un riesgo-país y un riesgo cambiario que constituyen una barrera a la integración financiera internacional (Zahler, 1995).

La aplicación de impuestos se ha estimado suficiente para controlar las entradas de capital en Brasil en la segunda mitad de 1995 y la primera mitad de 1996 (Dias Carneiro, 1997). En el caso de Chile, aún se discute si los encajes han disminuido el nivel de las entradas de capital financiero; en cambio, hay acuerdo en que cambiaron la composición de esas entradas hacia flujos de mediano y largo plazo. En Colombia, existe consenso en cuanto a que estos controles han tenido efectos favorables tanto en la reducción del monto de financiamiento externo como en el cambio de su estructura hacia capitales de largo plazo (Ocampo y Tovar, 1997).

b) *Mayor riesgo cambiario*

Las siguientes políticas cambiarías permiten al Banco Central alcanzar un mayor riesgo cambiario,

principalmente para desincentivar entradas de capital de corto plazo impulsadas por el arbitraje:

i) la adopción de un régimen cambiado de flotación sucia, en vez de una regla que fije la evolución del tipo de cambio, como en una tabla cambiaria;

ii) la adopción de una regla cambiaría en un régimen de tipo de cambio reptante que mueve el centro de la banda cambiaría en función de una canasta de monedas en vez de una moneda única, y

iii) la ampliación de la banda cambiaría, incluyendo un régimen de tipo de cambio reptante sujeto a una banda cambiaría, con el objeto de otorgar una mayor flexibilidad cambiaría.

La eficacia de estas medidas depende de la concordancia del tipo de cambio de referencia del respectivo régimen cambiario con el tipo de cambio de equilibrio de mediano y largo plazo. Si el tipo de cambio de referencia conduce a un tipo de cambio de mercado que subvalora la moneda nacional, las expectativas de revaluación pueden anular el mayor riesgo cambiario.

c) *Regulación prudencial de los movimientos de capital financiero*

El conjunto de las inversiones de cartera que realizan los inversionistas institucionales de los países industrializados en mercados de capital emergentes, a

diferencia de las operaciones individuales de colocación de acciones, bonos y otros títulos de empresas e instituciones de la región en los mercados de capital de los países industrializados, está escasamente sujeto a regulaciones prudenciales. Esto ha motivado propuestas en tres niveles con miras a disminuir los flujos de capital atraídos por consideraciones de liquidez o de retornos de corto plazo ligados al arbitraje (Griffith-Jones, 1996):

i) medidas encaminadas a la entrega de información suficiente, oportuna y veraz sobre la exposición al riesgo (*exposure*) de los inversionistas institucionales en los mercados de capital emergentes;

ii) suministro de señales de alerta sobre esa exposición;

iii) introducción de regulaciones y restricciones a las inversiones de cartera de corto plazo de los inversionistas institucionales por parte de las instituciones reguladoras y supervisoras de los mercados de capital de los países industrializados.

La regulación prudencial también puede desempeñar un papel en los países receptores de capital. La colocación de valores entre inversionistas extranjeros por parte de empresas e instituciones descentralizadas del sector público, o con participación del sector público, puede contar con una garantía explícita o implícita del Estado. Esta garantía sobreincentiva su demanda, lo que justifica que se establezcan rigurosos requisitos para la emisión de esos títulos y se requiera la autorización expresa a su colocación por parte de las autoridades económicas y/o financieras de ese sector.

#### d) *Acumulación de reservas internacionales*

La acumulación de reservas internacionales no se justifica solamente en países con bajos niveles de reserva, y sujetos a importantes fluctuaciones en su comercio exterior y en sus términos de intercambio. El Banco Central también puede acumular reservas internacionales, absorbiendo parte de las entradas de capital que tienen lugar, con miras a defender los equilibrios macroeconómicos y el tipo de cambio real. Para este efecto, interviene en el mercado de divisas mediante operaciones de cambio, y esteriliza los efectos monetarios de estas operaciones colocando títulos de deuda en los mercados internos de capital (otorgando un grado de autonomía a la política monetaria y cambiaria). Una esterilización importante de las entradas de capital limita la expansión del gasto agregado y por esta vía previene la sustitución de ahorro nacional por ahorro externo (French-Davis y Griffith-Jones, comp., 1995).

La esterilización está sujeta a la disponibilidad de suficiente ahorro nacional, como lo estuvo en el caso de Chile en los años noventa, y también tiene costos. Contribuye a elevar las tasas internas de interés al alentar entradas de capital financiero de corto plazo, lo que erosiona el efecto de esta política (Steiner y Escobar, 1995). Al mismo tiempo, puede deteriorar la situación patrimonial del Banco Central, si las tasas de interés sobre sus reservas internacionales son menores que las que paga sobre los títulos que ha emitido en moneda nacional.<sup>13</sup>

#### e) *Ajuste del tipo de cambio*

Una continua expansión de las exportaciones y un saldo en cuenta corriente que se localiza en forma persistente por debajo del déficit sostenible, así como altas entradas de capital de largo plazo que se mantienen en el tiempo, justifican ajustes cambiarios por razones macroeconómicas. Estas situaciones pueden incluso llevar a reapreciar la magnitud del déficit sostenible en cuenta corriente.

La existencia de mejoras persistentes en la situación y perspectivas del sector externo justifica reevaluar la moneda nacional y viceversa. Lo anterior se traduce en modificaciones al valor explícito de referencia del tipo de cambio, como en el caso del tipo de cambio reptante que se ajusta en función de una determinada regla (*crawling peg*), o en modificaciones a su valor implícito de referencia, como en el tipo de cambio que el Banco Central persigue defender con intervenciones no preanunciadas en un régimen cambiado de flotación sucia.

Un oportuno ajuste del tipo de cambio en esos regímenes cambiarios es esencial para evitar la formación de expectativas de revaluación o de devaluación de la moneda nacional. Si las primeras se extienden entre los agentes económicos, anularán el riesgo cambiario y alentarán entradas de capital incluso en presencia de encajes e impuestos. Por su parte, en la medida en que se generalicen las segundas, incentivarán fuertes salidas de capital, las que serán difíciles de controlar aún en presencia de restricciones.

<sup>13</sup> El Banco Central de Chile aumentó sus reservas internacionales en alrededor de 10 mil millones de dólares entre 1990 y 1995, las que alcanzaron al 24% del PIB en este último año. Como las tasas de interés a las que ese banco coloca valores en el mercado interno son mayores que las tasas internacionales de interés que percibe sobre las reservas internacionales, la correspondiente esterilización de entradas de capital le ha originado un déficit cuasi-fiscal que parece situarse en 1995 alrededor del 0.5% del PIB.

# V

## Conclusiones

La variabilidad ha sido la principal característica de los movimientos de capital externo hacia los países de la región en las últimas décadas. La elevada afluencia de capital a la región en 1977-1981 (préstamos bancarios) y 1992-1994 (inversiones de cartera) fue precedida por bajas entradas, y seguida por caídas en los flujos de capital en 1983-1989 y en 1995-1996. Sin embargo, a diferencia de la extendida reducción en las entradas de capital a los países de la región en 1983-1989 (por la crisis de deuda externa e interna), la reversión en los flujos de capital financiero en 1995-1996 se concentró en muy pocos países, particularmente México y Argentina.

La variabilidad en los movimientos de capital obedece a factores externos ligados a la situación de los mercados financieros internacionales, pero también tiene un importante componente interno asociado a las políticas de captación de capital externo y a factores estructurales y reformas económicas en los países receptores.

La insuficiencia de los instrumentos de política para regular los flujos de capital en períodos de alta oferta de fondos externos, ha posibilitado elevadas entradas de capital, fases expansivas del gasto agregado, y altos déficit en cuenta corriente en países de la región en los años noventa (como en 1977-1981), los que no han resultado sostenibles. Esas entradas han conducido por sí mismas a caídas o reversiones posteriores en los flujos de capital, y a ajustes macroeconómicos recesivos. Las elevadas entradas de capital también han contribuido a expansiones crediticias con carteras de alto riesgo, que han obligado a poner en marcha programas de rescate en varios de los países con altas entradas de capital en los años noventa (como sucedió en la crisis de deuda externa e interna de los años ochenta).

Los excesos de entradas de capital en períodos de alta oferta y las carencias de flujos en períodos de baja oferta avalan políticas de captación de capital externo que gradúan el nivel y la composición de esas entradas teniendo en cuenta la volatilidad que caracteriza a los distintos flujos de capital. Estas políticas persiguen incentivar entradas de capital de mediano y largo plazo vinculadas al financiamiento de inversiones reales, y desincentivar entradas de corto plazo de naturaleza

especulativa, con miras a estabilizar esos flujos en el tiempo y situarlos en línea con el déficit sostenible en cuenta corriente de los países receptores.

La captación de capital externo debería formar parte de políticas más amplias que fortalezcan la formación de capital en los países de la región. Estas políticas tienen los siguientes componentes principales:

i) instrumentos dirigidos a aumentar el ahorro nacional y desarrollar un sistema financiero interno solvente y eficiente, a fin de contar con opciones nacionales competitivas de financiamiento de la inversión y con fondos para esterilizar excesos de entradas de capital, y también para posibilitar salidas ordenadas de capital;

ii) un régimen monetario y cambiario que permita manejar y regular los movimientos de capital y los ajustes cambiarios, frente a cambios persistentes en la situación y perspectivas del sector externo;

iii) un entorno macroeconómico con tipos de cambio y tasas de interés de mercado que se hallen en línea con condiciones de mediano y largo plazo y que eviten expectativas de revaluación y devaluación de la moneda nacional, a fin de alentar entradas de capital basadas en consideraciones de mediano y largo plazo y evitar fugas de capital.

Los aumentos en el ahorro nacional, el logro de sistemas financieros y mercados de capital internos estables y más profundos, y la credibilidad en el ordenamiento macroeconómico y en la estabilización, son condiciones estructurales que inciden directamente en los beneficios y riesgos de las entradas de capital. Estas condiciones sólo pueden alcanzarse en el mediano y largo plazo, lo que avala una apertura gradual y regulada de la cuenta de capital del balance de pagos y una inserción progresiva en los mercados financieros internacionales.

Las principales herramientas para enfrentar altas entradas de capital en los países receptores son las siguientes:

i) la introducción de encajes o impuestos, y de medidas que aumentan el riesgo cambiario para entradas de capital de corto plazo motivadas por el arbitraje, principalmente de naturaleza especulativa;

ii) la regulación prudencial de los movimientos de capital en los países industrializados y en los países

receptores, con el objeto de contribuir a la estabilización de esos flujos y limitar los de carácter especulativo de corto plazo;

iii) la acumulación de reservas internacionales por parte del Banco Central, en la medida en que los países receptores cuenten con insuficientes reservas;

iv) la facilitación de las salidas de capital nacional, incluyendo la inversión directa y determinadas formas de inversión financiera, y

v) la aceptación de caídas graduales del tipo de cambio real en tanto representen ajustes hacia sus valores de equilibrio de mediano y largo plazo.

La aplicación de estos instrumentos depende estrechamente de la disponibilidad de ahorro nacional, y su eficacia está condicionada por el ordenamiento macroeconómico, con tipos de cambio y tasas de interés coherentes con condiciones de mediano y largo plazo, que eviten el riesgo cambiario y la expectativa de revaluación de la moneda nacional.

### Bibliografía

- Agosin, M. y R. Ffrench-Davis (1996): Managing capital inflows in Latin America, en M.V. Haq, I. Kaul e I. Grunberg (eds.), *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Nueva York, Oxford University Press.
- Arrau, P. (1996): *Nota sobre el aumento del ahorro en Chile: 1980-1994*. Serie Financiamiento del Desarrollo, N° 39, LC/L.984, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Banco de la República (BRC) (1995), Memorando Interno JDS-401, Santafé de Bogotá, mimeo.
- Caro, E. (1994): *Acceso a los mercados internacionales de capital y desarrollo de instrumentos financieros: el caso de México*, Serie Financiamiento del Desarrollo, N° 18, LC/L.843, Santiago de Chile, CEPAL.
- CEPAL (1995): *América Latina y el Caribe: Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, LC/G.1800/Rev. 1-P, Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta S.95.II.G.6.
- \_\_\_\_\_. (1996a), *Estudio económico de América Latina y el Caribe 1995-1996*, LC/G.1929-P, Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta S.96.H.G.2.
- \_\_\_\_\_. (1996b): *Quince años de desempeño económico. América Latina y el Caribe, 1980-1995*, LC/G.1925/Rev.1-P, Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta S.96.II.G.3.
- \_\_\_\_\_. (1996c): *El régimen de convertibilidad y el sistema bancario en Argentina*, LC/R.1682, Santiago de Chile.
- \_\_\_\_\_. (1997): *Balace preliminar de la economía de América Latina y el Caribe*, LC/G.1984-P, Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta S.97.II.G.130.
- Dias Carneiro, D. (1997): Flujos de capital y desempeño económico del Brasil, en *Flujos de capital e inversión productiva. Lecciones para América Latina*, CEPAL/OCDE, Santiago de Chile, Me Graw Hill.
- Eichengreen, B. y Ch. Wyplosz (1996): What do currency crises tell us about the future of the international monetary system?, J.J.Teunissen (ed.), *Can Currency Crises be Prevented or Better Managed?*, La Haya, Foro sobre Deuda y Desarrollo (FONDAD).
- Ffrench-Davis, R. y S. Griffith-Jones (comps.) (1995): *Las nuevas comentes financieras hacia la América Latina. Fuentes, efectos y políticas*, México, D.F., Fondo de Cultura Económica (FCE).
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (1997): *Estadísticas financieras internacionales. Anuario*, Washington, D.C.
- Goos, B. (1996): Floor discusión of the Buir Paper, J.J. Teunissen (ed.), *Can Currency Crises be Prevented or Better Managed?*, La Haya, FONDAD.
- Griffith-Jones, S. (1996): How can future currency crisis be prevented or better managed?, J.J. Teunissen (ed.), *Can Currency Crises be Prevented or Better Managed?*, La Haya, FONDAD.
- Jiménez, L.F. (1995): *Políticas para el control de los movimientos de capitales financieros*. Documento de trabajo N° 35, Santiago de Chile, CEPAL.
- Le Fort, G. y C. Budnevich (1995): *Capital Account Regulations and Macroeconomic Policy: Two Latin American Experiences*, Santiago de Chile, Banco Central de Chile.
- Milesi-Ferreti, G. y A. Razin (1996): Current account sustainability. Seminario Regional de Política Fiscal, Santiago de Chile, CEPAL/Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), mimeo.
- Ocampo, J.A. y C. Tovar (1997): Flujos de capital, ahorro e inversión en Colombia, 1990-1996, en *Flujos de capital e inversión productiva. Lecciones para América Latina*, CEPAL/OCDE, Santiago de Chile, Me Graw Hill.
- Sachs, J., A.Tornell, y A. Velasco (1996): *Financial Crises in Emerging Markets: The lessons from 1995*, NBER working paper, N° 5576, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, Inc. (NBER).
- Soto, R.(1996): El tipo de cambio real de equilibrio: un modelo no lineal de series de tiempo, *Análisis empírico del tipo de cambio en Chile*, CEPAL/Instituto Latinoamericano de Doctrinas y Estudios Sociales (ILADES), Santiago de Chile.
- Steiner, R. y A. Escobar (1995): *Acumulación de reservas internacionales: sus causas y efectos en el caso de Colombia*, Serie Financiamiento del Desarrollo, N° 30, LC/L.901, Santiago de Chile, CEPAL.
- Turner, P. (1995): Capital flows in Latin America: a new phase, *Money Affairs*, vol.VIII, N° 2, México, D.F., Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).
- Urrutia, M. (1995): La cuenta de capital durante un proceso de liberalización económica, seminario Setenta años del Banco Central de Chile, Santiago de Chile, Banco Central de Chile, mimeo.
- Zahler, R. (1992): Política monetaria con apertura de la cuenta de capitales, *Revista de la CEPAL*, N° 48, LC/G.1748-P, Santiago de Chile, CEPAL.
- \_\_\_\_\_. (1995): Conferencia inaugural, seminario Setenta Años del Banco Central de Chile, Santiago de Chile, Banco Central de Chile.