

ECONOMÍA DE AMÉRICA LATINA

# Crecimiento Esquivo y Volatilidad Financiera



332.4

Ricardo Ffrench-Davis, Editor

F437C

CEPAL

M  
MAYOL  
EDICIONES



ECONOMÍA DE AMÉRICA LATINA





332.4  
F437C  
c.2

# CRECIMIENTO ESQUIVO Y VOLATILIDAD FINANCIERA

Ricardo Ffrench-Davis  
(Editor)



900030046 - BIBLIOTECA CEPAL

CEPAL

**M**  
MAYOL  
EDICIONES

99567



COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE  
ECONOMIC COMMISSION FOR LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN  
WWW.ECLAC.CL



Calle 131A No. 56-62  
Bogotá D.C. - Colombia  
Teléfono: 253 4047  
E-mail: mayoediciones@etb.net.co

Primera edición: abril de 2005  
Copyright © Naciones Unidas 2005  
© Cepal en coedición con Mayol Ediciones S.A. 2005

**ISBN: 958-337507-1**

Diseño de cubierta: Juan Carlos Durán  
Coordinación Editorial: María Teresa Barajas S.  
Edición y diagramación: Mayol Ediciones S.A.  
Impresión y encuadernación: Gente Nueva Editorial

**Impreso y hecho en Colombia - Printed and made in Colombia**

## ÍNDICE

PRESENTACIÓN	vii
PREFACIO	xi
LOS AUTORES	xvii
<b>Capítulo I</b>	
MACROECONOMÍA PARA EL CRECIMIENTO Y GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: CUATRO TEMAS ESTRATÉGICOS	1
<i>Ricardo Ffrench-Davis</i>	
1. Flujos de capital para la convergencia del desarrollo económico	2
2. Recesión, recuperación y crecimiento evasivo	10
3. ¿Por qué los flujos privados no-IED hacia las EES son procíclicos y tienden a desestabilizar la macroeconomía?	14
4. Una macroeconomía para el crecimiento	20
Referencias	27
<b>Capítulo II</b>	
LOS CAMINOS PARA SUPERAR LAS FRUSTRACIONES DE CRECIMIENTO DE AMÉRICA LATINA	31
<i>José Antonio Ocampo</i>	
1. Desempeño macroeconómico	31
2. Integración a la economía mundial y restructuración productiva	40
3. Una interpretación estructuralista (y, particularmente, Schumpeteriana-Hirschmaniana) de la presente restructuración productiva	45
Referencias	53

### Capítulo III

ESTABILIDAD MACROECONÓMICA E INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES: EL CASO DE CHILE	57
<i>Roberto Zahler</i>	
Introducción	57
1. Movilidad de capitales y estabilidad macroeconómica en EES	58
2. Implicaciones macroeconómicas de largo plazo de los inversionistas institucionales	60
3. El sistema de fondos de pensiones chileno	63
4. Inversionistas institucionales y tasas de interés de largo plazo	69
5. Inversionistas institucionales y el tipo de cambio	77
6. Conclusiones e implicaciones de política	83
Referencias	87

### Capítulo IV

ESTABILIDAD MACROECONÓMICA REAL Y LA CUENTA DE CAPITALES EN CHILE Y COLOMBIA	89
<i>Ricardo Ffrench-Davis y Leonardo Villar</i>	
Introducción	89
1. Los entornos macroeconómicos de Chile y Colombia en los años noventa	90
2. Los regímenes cambiarios	98
3. Regulaciones sobre la cuenta de capitales	106
4. Observaciones finales	121
Anexo	124
Referencias	124

### Capítulo V

BASILEA II: SU IMPACTO EN LOS MERCADOS EMERGENTES Y SU ECONOMÍA POLÍTICA	127
<i>Stephany Griffith-Jones y Avinash Persaud, con Stephen Spratt y Miguel Segoviano</i>	
Introducción	127
1. El impacto de las propuestas de Basilea II en los PED	129
2. ¿Se justifican los incrementos del capital regulatorio y del costo probable del crédito?	133
3. Si no se justifica, entonces para qué...	139
4. Conclusión y propuestas de políticas	145
Anexo 1	150
Anexo 2	151
Referencias	152



## PRESENTACIÓN

**E**ste volumen se ocupa de los temas macroeconómicos y de su relación con el crecimiento económico. Forma parte de una línea de trabajo que la Cepal ha mantenido durante los últimos años sobre la globalización de la volatilidad financiera, la gestión macroeconómica y el crecimiento<sup>1</sup>.

El principal motivo del interés en estos temas tiene que ver con el desilusionante crecimiento del PIB en las economías de América Latina desde los años ochenta. Aun descartando la llamada “década perdida”, resultante de la crisis de la deuda, y a pesar de lograr la mayor tasa de crecimiento de los últimos 25 años en 2004, el crecimiento durante los últimos 15 años (1990-2004) promedió un magro 2,6% anual. Una de las razones de este resultado ha sido un entorno macroeconómico poco propicio, tanto para el capital como para la mano de obra. Este entorno se ha caracterizado por una demanda agregada altamente inestable y tipos de cambio desalineados, frecuentemente muy alejados de su nivel de tendencia. Esto implica un ambiente “poco amistoso” para las decisiones de inversión, habitualmente con precios “incorrectos” para una asignación de recursos eficiente. Justamente el propósito de este libro es analizar las medidas y políticas que contribuyan a evitar errores costosos y a recuperar el crecimiento económico. Se trata, cuando sea necesario, de *reformular las reformas* y de alcanzar una *macroeconomía para el crecimiento* o una *macroeconomía real balanceada*.

Este nuevo libro es el resultado de un proyecto –coordinado por la Cepal y apoyado por la Fundación Ford– sobre *Gestión de la volatilidad, globalización financiera y crecimiento en las economías emergentes (EES)*, cuyo objetivo es investigar la gestación y explosión de la crisis asiática y los efectos socioeconómicos del contagio en América Latina. Los flujos de capital han sido elementos determinantes de las crisis financieras, de la inestabilidad macroeconómica y, en general, del magro desempeño reciente del crecimiento de las EES. La demanda por “rendición de cuentas”

---

1. Dos libros institucionales publicados por la Cepal, que abordan estas materias son: (i) *Crecer con estabilidad, aporte de la Cepal a la Conferencia Internacional sobre la Financiación para el Desarrollo*, celebrada en Monterrey, y (ii) *Globalización y desarrollo*, tema central del vigésimo noveno período de sesiones de la Cepal, realizado en Brasilia en 2002; una versión actualizada y abreviada ha sido publicada en la serie del Foro sobre Desarrollo de América Latina, en 2003.

ha aumentado recientemente, activada por el hecho de que, en el septenio pasado (1998-2004), la tasa de crecimiento anual del PIB fue, en promedio, de 1,7% en el caso de los países latinoamericanos (PALs) y el PIB per cápita se estancó<sup>2</sup>. Las seis principales economías del Este Asiático lograron un mejor registro, de 3,3% anual, sobresaliendo la República de Corea y Malasia como dos países dinámicos. Este promedio, no obstante, es notoriamente inferior al 7% u 8% que caracterizó su desempeño histórico anterior. En ambas regiones la inestabilidad macroeconómica real – en términos de demanda agregada, tasas de interés y tipos de cambio– ha estado presente de una manera predominante. De hecho, en estas crisis recientes se han registrado grandes brechas entre el PIB efectivo y el potencial, y tipos de cambio y tasas de interés desalineadas. La productividad total de factores efectiva se ha contraído y la formación de capital humano y físico ha sido desalentada. Varias EES han descendido a curvas de crecimiento más bajas; de Argentina a Corea, de Malasia a Chile.

Las empresas y la fuerza laboral, así como los ingresos tributarios, han sido afectados por la inestabilidad macroeconómica real. La extrema macroinestabilidad ha estado asociada con fuertes fluctuaciones de la demanda agregada. Por ejemplo, todos los cambios generalizados de la actividad económica latinoamericana han sido provocados por un comportamiento altamente inestable de la demanda agregada; las variaciones más bruscas del PIB han sido endógenas a esos cambios en la demanda agregada, y todos ellos, con la sola excepción de 2004, han sido impulsados por el flujo de capitales. Los ajustes recesivos en el Este Asiático en 1997-98 también fueron inducidos por interrupciones bruscas de flujos de capital notablemente abundantes en los años precedentes a la crisis.

Por supuesto, los flujos externos no son la única variable relevante; existen muchas otras variables internacionales, como los términos de intercambio en algunos países de la región, y también juegan un papel importante las variables específicas –políticas y económicas– de muchos países. Sin embargo, para el conjunto de la región latinoamericana, los ciclos de la cuenta de capitales han sido muy fuertes en comparación con cualquier combinación de otras variables externas o internas. Las abruptas interrupciones de las corrientes de capital se dieron principalmente en flujos distintos de los de inversión extranjera directa (IED) y en gran medida se vinculan al comportamiento del sector privado más que a las cuentas fiscales. Los distintos capítulos muestran que la respuesta del sector privado ha sido frecuentemente mal inducida por un sesgo procíclico en las políticas macroeconómicas<sup>3</sup>.

---

2. En estos promedios hemos incluido las estimaciones para 2004, que fue un año de recuperación y el mejor desde 1997 para la mayoría de los PALs.

3. El comportamiento cíclico hace más difícil el desafío de completar los mercados de factores y tiende a hacer más gravosa su condición de incompletos.

Estamos convencidos de que el presente volumen es un aporte importante a lo que ha sido la preocupación fundamental de la Cepal durante décadas: desarrollar una economía capaz de crecer y de funcionar mejor, en la que aumenten tanto la productividad como el bienestar de la población, y donde los frutos del crecimiento se distribuyan de forma más equitativa. Por ello los autores, en general, y el coordinador del proyecto, Ricardo Ffrench-Davis, en particular, merecen todo nuestro reconocimiento.

*José Luis Machinea*  
Secretario Ejecutivo  
Cepal



## PREFACIO

**E**l desarrollo es un proceso complejo y pocos países lo han logrado de una manera sostenida. Para conseguirlo, es necesaria una combinación eficiente de políticas macro, meso o microeconómicas; la falta de sólo un ingrediente significativo puede llevar al fracaso. Los esfuerzos nacionales son cruciales, pero también es sumamente importante el entorno externo. Nuestra preocupación fundamental es el efecto sobre el crecimiento y la equidad, doble objetivo clave de la política económica. La meta es desarrollar una economía capaz de crecer y de funcionar mejor, en la que aumente tanto la productividad como el bienestar de la población y su distribución. ¿Cómo reaccionan los mercados accionarios, de formación de capital y laboral a los cambios de los flujos de capital y al entorno macroeconómico que enfrentan?, ¿cómo evoluciona y se distribuye la productividad general entre la población?, ¿en qué medida la naturaleza de los equilibrios macroeconómicos puede contribuir a aumentar la equidad dentro del sistema económico para lograr un crecimiento con equidad? ¿qué variables determinan la duración de los procesos de ajuste y cómo responden los diferentes mercados? En este libro se avanza en una respuesta a algunos de estos interrogantes.

Varios proyectos específicos de la Cepal se han centrado en el estudio de políticas macroeconómicas, los flujos de capital y su conexión con el desarrollo económico. Entre ellos destacan: (i) *Flujos de capital e inversión productiva* (publicado por McGraw-Hill en español y por la OCDE en inglés y francés, en 1998), investigación realizada conjuntamente con el Centro de Desarrollo de la OCDE, que analizó el comportamiento de la formación de capital en América Latina en respuesta a los auges de capital registrados en la década de los noventa; (ii) *Crisis financieras en países 'exitosos'*, proyecto que estudió la aparición de crisis financieras en cuatro economías emergentes (EES) consideradas 'exitosas' (Chile, México, la provincia china de Taiwán y la República de Corea), contó con el apoyo de la Fundación Ford y sus resultados fueron publicados por McGraw-Hill en español y por la Brookings Institution Press en inglés en 2001; y (iii) *From Capital Surges to Drought* (publicado en inglés por Macmillan/Palgrave en 2003), resultado de un proyecto de colaboración de la Cepal con el Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo de la Universidad de las Naciones Unidas (Wider, Helsinki). Esta investigación se centró

principalmente en el análisis de los agentes que ofertan financiamiento externo después de la crisis asiática<sup>1</sup>.

El presente libro es el resultado de un proyecto –coordinado por la Cepal y apoyado por la Fundación Ford– sobre *Gestión de la volatilidad, globalización financiera y crecimiento en las EES*, cuyo objetivo es investigar la gestación y explosión de la crisis asiática y los efectos socioeconómicos del contagio en América Latina. Para tal efecto, hemos elegido países y temas que consideramos podían ofrecer enseñanzas aplicables a la mayoría de las economías latinoamericanas y hemos seleccionado cinco estudios del proyecto de la Cepal antes mencionado.

Habitualmente los macroeconomistas, los expertos en la economía de capital humano y en innovación tecnológica, y los microeconomistas trabajan aislados en clubes especializados, con escasa interacción entre ellos. Aquí recogemos un enfoque integrado. Uno de los estudios analiza los lazos entre las políticas macro, meso o microeconómicas, y el nexo entre los efectos de largo y corto plazo, buscando una mejor macroeconomía para el desarrollo productivo. Varios PALS han estado realizando reformas ambiciosas en sus sistemas de pensiones. Hay numerosos estudios sobre las reformas mismas, las implicancias fiscales y el impacto sobre los mercados internos de capital. Sin embargo, es notablemente escasa la investigación sobre las implicaciones macroeconómicas de la regulación de inversiones de los fondos de pensiones, en particular las que se realizan en el extranjero. Uno de los estudios se concentra en este tema, primero en términos abstractos y luego toma el caso paradigmático de Chile, país que ha tenido una reforma de pensiones profunda y de larga data. Algunos países realizaron reformas macroeconómicas innovadoras, introduciendo una regulación prudencial de los flujos de capital con propósitos contracíclicos. Dos casos emblemáticos son Chile y Colombia en los años noventa, y uno de los estudios hace un análisis comparativo de estos dos PALS. El comportamiento procíclico de los flujos de capital ha sido asociado con los sesgos e imperfecciones de la regulación internacional, y en los casos de regulación formalmente estandarizada –como en la actividad bancaria– a un sesgo procíclico de las normas internacionales vigentes. Otro de los estudios analiza el Acuerdo de Basilea II y el probable impacto procíclico en el comportamiento de los créditos bancarios a las economías emergentes.

En el capítulo introductorio, a cargo del coordinador del proyecto, se analizan cuatro temas pertinentes para los equilibrios macroeconómicos y el crecimiento. Primero, se examina la posible contribución de los flujos de capital a la convergencia económica entre las EES y los países desarrollados, y se compara con el resultado

---

1. Entre otros tópicos, se examinaron los criterios para otorgar créditos bancarios, los bancos multinacionales, las experiencias de supervisión prudencial, los mercados de derivados y el comportamiento de las agencias calificadoras de riesgo, y se exploraron algunas políticas anticíclicas internas de las EES.

efectivo en términos de crecimiento. América Latina se desvió de esta ruta, no solamente durante la “década perdida” de los ochenta, sino también durante la década y media posterior. En segundo lugar, se establecen los canales que vinculan las crisis financieras con el escaso crecimiento resultante; cómo los países golpeados por la crisis tienden a trasladarse a una senda de crecimiento más baja; la intensidad del ajuste descendente que depende de cuán profunda sea la penetración en las zonas de vulnerabilidad durante los años ‘buenos’ o de auge: la intensidad de la apreciación cambiaria, los pasivos externos de corto plazo y los descalces cambiarios son ejemplos de fuentes de vulnerabilidades (desequilibrios macroeconómicos reales, en nuestra terminología). Tercero, se analiza por qué, durante los auges de capital, el capital financiero sigue fluyendo hacia las EES a pesar de que exhiban crecientes vulnerabilidades en este sentido, y se destaca el papel procíclico fundamental de los agentes especializados en operaciones de corto plazo, tanto locales como internacionales. Cuarto, se discuten dos definiciones alternativas de equilibrios macroeconómicos. Se contrasta la definición predominante –“neoliberal” u “ortodoxa”–, basada en los equilibrios macroeconómicos puramente financieros (principalmente, baja inflación y presupuestos fiscales equilibrados), con un enfoque alternativo basado en equilibrios amplios, que incluyen además, explícitamente, una actividad económica cercana a la producción de nuevo empleo (PIB potencial), tipos de cambio “correctos” y equilibrios externos sostenibles; es decir, ‘equilibrios macroeconómicos de la economía real’. Un enfoque fiscal, basado en balances estructurales, es un nuevo y significativo facilitador para lograr esos equilibrios reales. La investigación confirma que la adopción de un enfoque macroeconómico reformado es un paso crucial hacia la corrección de las graves “frustraciones en materia de crecimiento” experimentadas por muchas EES.

El capítulo II, de José Antonio Ocampo (Secretario General Adjunto de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas, ex Secretario Ejecutivo de la Cepal y ex Ministro de Hacienda de Colombia), explica el desalentador crecimiento económico que, pese a la implementación de profundas reformas de mercado durante los noventa, han experimentado las economías latinoamericanas. Señala que la nueva estrategia de desarrollo –que incluye la liberalización financiera y comercial generalizada– ha logrado reducir sustancialmente la inflación, controlar los déficit presupuestarios, imprimir dinamismo a las exportaciones, atraer IED y aumentar la productividad de los sectores y empresas líderes. Sin embargo, la economía ha crecido a un ritmo desilusionante, con fuerte volatilidad, frecuentes desequilibrios o crisis de la balanza de pagos, en tanto que las tasas de inversión y ahorro internos permanecen sistemáticamente deprimidas. En general, la productividad global ha sido baja, en gran parte por la significativa subutilización del capital físico y de la mano de obra. El creciente dualismo del mercado laboral y productivo ha sido uno de los efectos más notables del proceso de reformas, al coexistir la expansión de un segmento de

empresas “de nivel internacional” con el aumento del desempleo y de la informalidad de los mercados laborales. El autor examina el pobre crecimiento registrado durante el período de reformas, a la luz de los desempeños macroeconómico y sectorial (mesoeconómico) y estudia la relación entre las políticas macro y mesoeconómicas y el crecimiento. Finalmente, presenta una interpretación “estructuralista” y propuestas de política.

Un componente típico de los procesos de cambio estructural ha sido la reforma de los sistemas previsionales. En el capítulo III, Roberto Zahler (Presidente del Banco Central de Chile en 1991-96 y consultor internacional) investiga las repercusiones macroeconómicas de los fondos privados de pensiones y su papel en la transmisión de las turbulencias externas.

En general, el análisis sobre la diversificación de la cartera de los fondos previsionales toma como dado el contexto macroeconómico y se concentra en las condiciones microeconómicas en que se logra el retorno máximo con el riesgo mínimo. Cuando se analizan las implicancias macroeconómicas de estos fondos se tiende a considerar sólo el impacto de largo plazo, específicamente sobre el ahorro. El autor explora efectos macroeconómicos de corto plazo de los fondos de pensiones de las EES, a partir del análisis de la experiencia chilena, en donde existe un sistema previsional reformado y plenamente capitalizado, desde hace más de dos décadas. Del análisis se desprende que, dados el tamaño de los fondos de pensiones chilenos y el grado de concentración del sector, éstos pueden tener fuertes efectos en los mercados financieros cambiarios e internos, y alterar así el entorno macroeconómico. Ello, a su vez, podría provocar la reducción del empleo o de los salarios, con el consiguiente impacto en el bienestar general, y en la situación laboral de los cotizantes y en sus beneficios futuros como pensionados. El autor sostiene que el drástico ajuste macroeconómico de 1998-99 se vio agravado por el comportamiento procíclico de las inversiones de los fondos de pensiones chilenos en el extranjero. El capítulo concluye que el peso alcanzado por los inversionistas institucionales es tal que, en las EES, las normas que rigen sus decisiones de cartera no sólo deben considerar asuntos microeconómicos, sino también el crecimiento y la estabilidad macroeconómica real.

El capítulo IV, de Ricardo Ffrench-Davis (Asesor Regional Principal de la Cepal y Profesor de Economía de la Universidad de Chile) y Leonardo Villar (miembro de la Junta del Banco Central de Colombia y Profesor de Economía de la Universidad de los Andes), presenta un análisis comparativo de las políticas macroeconómicas de Chile y Colombia desde el inicio de los años noventa; en particular, se examinan los regímenes cambiarios, las regulaciones de la cuenta de capitales y el origen y gestión de las crisis financieras. En 1995, cuando el efecto tequila se propagaba por América Latina, ambos países resultaron inmunes frente al contagio y registraron altas tasas de crecimiento. Muchos analistas atribuyen este notable desempeño a la adopción de un amplio conjunto de medidas prudenciales para evitar la excesiva exposición a



flujos de capitales de corto plazo, incluyendo su capacidad de resistir las presiones a la apreciación cambiaria real. En efecto, ambos países establecieron un encaje sobre las entradas de fondos externos para desalentar los flujos de corto plazo, y aplicaron bandas cambiarias móviles y otros instrumentos para reducir la vulnerabilidad interna a los flujos de capitales. No obstante, al llegar el contagio de la crisis asiática, a pesar de que los pasivos de corto plazo representaban una proporción baja de la deuda externa de ambos países, la vulnerabilidad ante la crisis financiera internacional fue alta. Ambas economías experimentaron alzas significativas de sus tasas de interés reales en 1998 y caídas del producto en 1999; las salidas de capitales asociadas a los pasivos externos de corto plazo fueron de montos reducidos, en tanto que aquellas vinculadas a los fondos de pensiones (propiedad de residentes nacionales) fueron considerables. Ello, como lo confirma el capítulo de Roberto Zahler para el caso de Chile, generó una vulnerabilidad con efectos recesivos significativos sobre la actividad económica en ambos países. Las similitudes no van más allá de las mencionadas; durante los noventa, en Chile las tasas de crecimiento del PIB fueron altas, el ahorro del sector privado se incrementó y el sector público presentó cuentas superavitarias, mientras que en Colombia las tasas promedio de crecimiento del producto fueron menores a sus niveles históricos, el ahorro privado declinó y el déficit fiscal se incrementó.

El capítulo V, de Stephany Griffith-Jones (Profesora del Instituto de Estudios para el Desarrollo, IDS, de la Universidad de Sussex) y Avinash Persaud (Director de Inversión de GAM Persaud y Profesor de Gresham College), con la colaboración de Stephen Spratt y Miguel Segoviano (IDS), analiza el impacto probable del Acuerdo de Basilea II en las EES. Los autores señalan que la regulación bancaria debe buscar la convergencia entre las fallas del mercado y la naturaleza de la regulación, y que esto parece improbable con Basilea II. Este acuerdo –según los autores– es más procíclico que anticíclico, es indulgente con los grandes bancos cuando debería ser exigente, se concentra en los procesos más que en los resultados, y supone que la diversificación de la cartera de préstamos de un país desarrollado con prestatarios de economías en desarrollo aumenta el riesgo en lugar de reducirlo. La regulación propuesta no contempla las principales fallas del mercado, y está sesgada en beneficio de los grandes bancos internacionales y en desmedro de las EES a través de los efectos sobre la oferta de fondos que enfrentan. Ello puede atribuirse a las instituciones que establecen las regulaciones bancarias internacionales; las EES no están representadas en el Comité de Basilea, aunque algunas de ellas, como Brasil, China e India, son más grandes que muchos de los países que sí lo están. Esta estructura de control no sólo pone en tela de juicio la noción de equidad, sino que produce resultados ineficientes y contribuye a una globalización extremadamente desbalanceada. Es necesario cambiar tanto la composición del Comité de Basilea, así como Basilea II, a fin de que estén representados los intereses e inquietudes de los países en desarrollo.

La democracia es un pilar fundamental de la buena gestión de la globalización, de manera que debe otorgar un peso significativo a la voz y voto de los países de ingresos bajos y medianos, que representan cuatro quintos de la población mundial.

Expresamos nuestro agradecimiento a los autores y especialistas invitados por su participación en dos seminarios internacionales, celebrados en 2002 y 2003, en la sede de la Cepal en Santiago. Asimismo, reconocemos el valioso apoyo de la Fundación Ford y el impulso intelectual de Manuel Montes. Como es habitual, la Cepal proporcionó un ambiente estimulante para un debate sumamente fructífero. En la revisión de los contenidos y presentación de los manuscritos de todos los capítulos, Heriberto Tapia realizó un trabajo altamente profesional. Lenka Arriagada elaboró, con gran eficiencia, la presentación formal del manuscrito final. Naturalmente, todas las opiniones emitidas son de responsabilidad exclusiva de los respectivos autores.

*Ricardo Ffrench-Davis*  
Cepal

## LOS AUTORES

RICARDO FFRENCH-DAVIS, Asesor Regional Principal de la Cepal y profesor de Economía, Universidad de Chile. Fue director de Estudios del Banco Central de Chile y Director de Cieplan.

STEPHANY GRIFFITH-JONES, profesora del Instituto de Estudios para el Desarrollo (IDS), Universidad de Sussex.

JOSÉ ANTONIO OCAMPO, Secretario General Adjunto de las Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales. Ex Secretario Ejecutivo de la Cepal y ministro de Finanzas de Colombia.

AVINASH PERSAUD, Director de Inversiones, GAM Persaud, y profesor, Gresham College.

LEONARDO VILLAR, miembro de la Junta de Directores del Banco de la República de Colombia y profesor de Economía, Universidad de los Andes. Ex Viceministro Técnico del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de la República de Colombia.

ROBERTO ZAHLER, presidente de Zahler y Cía. Presidente del Banco Central de Chile entre 1991 y 1996.



# Capítulo I

## MACROECONOMÍA PARA EL CRECIMIENTO Y GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: CUATRO TEMAS ESTRATÉGICOS\*

*Ricardo Ffrench-Davis*

### INTRODUCCIÓN

La actividad económica de América Latina ha exhibido rasgos contrastantes en la última década y media de reformas liberalizadoras del mercado. Algunos aspectos sobresalientes del desempeño de las economías latinoamericanas desde principios de los años noventa han sido: un progreso notorio en la reducción de la inflación, una significativa mejora de los balances fiscales y un fuerte crecimiento de las exportaciones. Sin embargo, en paralelo, resalta un reducido crecimiento promedio del PIB, una inversión productiva baja y una alta volatilidad de la actividad económica, asociada a cambios en los flujos de capital. El propósito de este capítulo es examinar su interrelación con la naturaleza de las políticas macroeconómicas implementadas. La baja inflación y los balances fiscales moderados no han sido acompañados por una demanda efectiva cercana al PIB potencial, ni por tasas de interés y cambiarias que den señales sustentables para una asignación eficiente de recursos. En general, el entorno macroeconómico ha estado entregando un marco poco amigable para el desarrollo productivo y macroprecios incorrectos.

En este capítulo documentaremos estos rasgos y propondremos políticas que contribuyan, en particular, a establecer en el mercado un entorno macroeconómico efectivamente proclive al crecimiento.

La incidencia de los flujos de capital externo en la actividad económica interna ha sido un rasgo destacado de los PALS durante el último cuarto de siglo. En los últimos diez años, las economías del Asia oriental se unieron al club. De hecho, en décadas recientes la relación de tales flujos con el crecimiento económico ha sido heterogénea, y aparentemente se ha ido debilitando: en varias ocasiones, los flujos de capital no han estado asociados a una formación vigorosa de capital ni con un crecimiento sustentable del PIB. Este hecho motiva la investigación de si, y cómo, los mercados

---

\* El autor agradece las estimulantes discusiones desarrolladas durante dos seminarios de este proyecto, organizados en la Sede de la Cepal, en 2002 y en 2003, y los valiosos comentarios recibidos en seminarios de la OCDE y en el Congreso de la Asociación de Estudios de América Latina (LASA). Asimismo, agradece los útiles comentarios de colegas de la Cepal (en especial de R. Carciofi, A. Solimano y R. Cárcamo), y la valiosa colaboración y comentarios de Heriberto Tapia. El autor, naturalmente, es el único responsable de las opiniones vertidas en este capítulo.

internacionales de capital constituyen un canal de transmisión de los *shocks* externos a los mercados locales, y de la vulnerabilidad e histéresis que ellos puedan generar. Esto sugiere que un objetivo esencial de las políticas macroeconómicas es cosechar los beneficios del ahorro externo, pero reduciendo la intensidad de los ciclos de la cuenta de capitales y sus negativos efectos sociales y económicos sobre los PALS y, más en general, sobre las EES.

Los ciclos de la cuenta de capitales están asociados al doble fenómeno de volatilidad y contagio, tanto en los ciclos expansivos como en las fases contractivas. Una variación significativa en las expectativas –usualmente reforzada por subsecuentes ajustes en la evaluación de riesgos– determina violentos ajustes procíclicos en la disponibilidad de financiamiento, vencimiento y *spreads*. Son más perjudiciales las fluctuaciones a mediano plazo que las volatilidades a muy corto plazo: varios años de abundancia de financiamiento (por ejemplo 1991-94 y mediados de 1995 a 1997), seguidos por otros tantos de sequía (la mayor parte del período 1998-2004).

En la sección 1, se analizan los argumentos a favor de una apertura generalizada de la cuenta de capitales en las economías en desarrollo. Tradicionalmente, se argumenta que los flujos de capital son una fuente importante para el logro de convergencia económica. Nos concentraremos en lo que efectivamente ha sucedido con la convergencia económica y los flujos de capitales hacia las EES desde los años noventa (primer tema). En la sección 2, se examinan los efectos de los episodios de restricción externa dominante. Se argumenta que todos los períodos de recesión dejan un lastre significativo y duradero de costo social y económico (segundo tema). Incluso los procesos de recuperación más exitosos, generalmente terminan con un nivel de PIB significativamente menor al de precrisis. En la sección 3, se analiza por qué, reiteradamente, las crisis suelen gestarse principalmente durante períodos de auge (tercer tema). Enfatizamos el papel que desempeñan los inversionistas de corto plazo y los ciclos de persistente desplazamiento positivo de la oferta de fondos durante los períodos de auge. En la sección 4, se contrasta la visión ‘ortodoxa’ de equilibrios macroeconómicos puramente financieros (limitados fundamentalmente a una baja inflación y un presupuesto fiscal equilibrado) con una visión alternativa preocupada de equilibrios comprensivos que incluyen, además, el nivel de empleo, la cercanía entre el PIB efectivo y el potencial, y un balance externo sostenible. Esto es, los ‘equilibrios macroeconómicos de la economía real’ (cuarto tema).

#### 1. FLUJOS DE CAPITAL PARA LA CONVERGENCIA DEL DESARROLLO ECONÓMICO

La afluencia del capital desde las economías ricas a aquellas más pobres y la reducción de las brechas tecnológicas y empresariales que median entre los países más y menos desarrollados, son dos elementos centrales para sustentar un proceso de convergencia internacional de estándares de vida; para simplificar el tema, los usamos como una medida de convergencia de los niveles del PIB per cápita (*ver* cuadro I.1).

**Cuadro I.1**  
**CRECIMIENTO DEL PIB PER CÁPITA EN ECONOMÍAS SELECCIONADAS, 1971-2004**  
 (Tasas anuales promedio, %)

	1971-80	1981-89	1990-2004
Corea	5,7	7,3	4,9
Malasia	5,4	2,8	3,9
Asia Oriental (6)	5,2	4,4	3,7
Argentina	1,2	-2,4	1,3
Brasil	6,1	0,2	0,4
Chile	0,9	1,1	3,7
Colombia	3,0	1,5	0,8
México	3,4	-0,8	1,4
<b>América Latina (19)</b>	<b>3,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,9</b>
<b>Estados Unidos</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>
<b>Mundo</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>

**Fuente:** Basado en cifras de ADB, Cepal, FMI y el Banco Mundial. Asia oriental incluye Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Taiwán. América Latina incluye 19 países.

#### a) Los beneficios de los flujos

##### i. *Flujos desde economías ricas a pobres en capital*

La movilización de los ahorros externos es el más clásico y poderoso de los argumentos a favor de los flujos de capital hacia los países en desarrollo (PEDS). A nivel agregado, tal proceso contribuiría a mejorar la eficiencia en la asignación global de los recursos, pues se asume que los retornos reales marginales de la inversión serán sistemáticamente menores en los países ricos (abundantes en capital) que en los pobres (escasos de capital). Por tanto, el flujo hacia los PEDS puede beneficiar tanto a los primeros como a los segundos<sup>1</sup>. De hecho, el ahorro externo puede actuar como complemento del ahorro interno, incrementar la inversión productiva y estimular el crecimiento. Ello, a su vez, puede aumentar aún más el ahorro interno y la inversión, generándose así lo que se ha dado en llamar el 'ciclo virtuoso de la deuda' (Cepal, 1998, cap. X) caracterizado por una expansión económica sostenible, una progresiva

1. La literatura reciente argumenta que los retornos marginales del capital pueden igualarse sin que exista convergencia en las productividades. Gourinchas y Jeanne (2004, sección IV) afirman que esto "implicaría que los flujos de capital que deben ser preservados son los de IED y no necesariamente los créditos", como un modo de 'importar productividad'. Este enfoque se inserta en una literatura reciente que subestima el peso de la cantidad de factores sobre el crecimiento del PIB. Por el contrario, el hecho de que el PIB per cápita esté fuertemente asociado al *stock* de capital por trabajador a través del mundo, refuerza la idea de que la formación de capital es un determinante significativo del crecimiento del PIB. En el año 2000 la intensidad de capital por trabajador en Latinoamérica y USA fue de US\$ 16.000 y US\$ 111.000, respectivamente, en precios constantes de 1995 (ver Ffrench-Davis y Tapia, 2004; Ros, 2000, cap. 1).

eliminación de la deuda externa neta y una transformación del país en exportador de capital. Este círculo virtuoso de la deuda contribuye a la convergencia de los niveles de desarrollo económico. Las llamadas EES concentran la abrumadora mayoría de los flujos financieros privados hacia los PEDS.

A pesar de ser muy estilizado, este marco tradicional tiene poderosas implicaciones. Primero, los flujos de ingreso de capital deberían orientarse a la inversión productiva en vez de al consumo; esto es, el ahorro externo debe complementar –y no sustituir– al ahorro nacional<sup>2</sup>. Segundo, se requiere de un agresivo esfuerzo de ahorro: desde el comienzo de un ciclo de deuda, la tasa marginal de ahorro debe ser muy superior a las tasas medias de ahorro interno e inversión. Ello permitiría, eventualmente, generar un superávit de ahorro, en un comienzo equivalente a las remesas de intereses y utilidades; luego, sustentando el reembolso de capital. Tercero, debe haber capacidad de absorción eficiente en el mercado interno; esto es, la inversión productiva debe ser asignada eficientemente, lo cual requiere de la disponibilidad de los demás factores productivos –sean nacionales o importados, por ejemplo, vía IED– y un ambiente macroeconómico real funcional para esa inversión. Cuarto, el país debe invertir intensivamente en bienes y servicios transables, a fin de generar un superávit comercial lo suficientemente grande como para transformar los ahorros domésticos en divisas, de modo de poder cubrir los compromisos externos. Quinto, los acreedores deben estar dispuestos a proveer, en condiciones razonables, flujos financieros estables y predecibles.

Puede ser que no todas estas condiciones sean satisfechas en la práctica: es posible que el ahorro interno sea sustituido por el externo; las inversiones pueden no ser siempre eficaces o canalizadas suficientemente hacia bienes transables, y el comportamiento de los acreedores puede no ser el deseado. Así, por convincente que sea este primer argumento de defensa de la movilidad de capitales (la transferencia de ahorros a las economías relativamente más pobres), los problemas enunciados y las crisis de pago resultantes han hecho que este valioso mecanismo de desarrollo falle en el cumplimiento de sus objetivos<sup>3</sup>.

## ***ii. Flujos compensadores de shocks***

Una segunda contribución de la movilidad del capital es que puede ayudar a equilibrar diferencias transitorias entre el producto y el gasto, o a distribuir en el tiempo el ajuste a cambios permanentes en los precios relativos; permite, de esta manera, estabilizar el consumo y la inversión, generando un *ajuste intertemporal estabilizador*.

- 
2. Esto implica un incremento del ahorro interno en, por lo menos, la cantidad que la renta del capital extranjero aumenta.
  3. Ver la investigación presentada en French-Davis y Reisen (1998), particularmente el artículo de Uthoff y Titelman (1998).



Sin embargo, tal comportamiento anticíclico no siempre evoluciona fluidamente. Por lo general, no es fácil descubrir si una contracción en el sector externo es transitoria y, de serlo, cuánto durará. Esta incertidumbre, unida a las imperfecciones de los mercados de capital internacionales (asimetrías de información, dificultad para hacer cumplir contratos y contagio de cambios de ánimo de los oferentes: *ver* sección 3, y Stiglitz, 2000), representan trabas para el ingreso de montos compensatorios de financiamiento externo cuando éste es requerido.

Dada la pequeñez de los mercados de las EES en comparación con los mercados financieros internacionales, un comportamiento estabilizador es factible potencialmente. Sin embargo, esto ha sucedido de manera sistemática sólo durante períodos de oferta abundante; por ejemplo, en 1991-97 (excepto a comienzos de 1995 para América Latina), un exportador específico afectado por un *shock* negativo podía endeudarse expeditamente. En otros casos, de oferta externa moderada o débil, por ejemplo, un deterioro de los términos de intercambio ha conducido a una sequía de la oferta de fondos o a consolidar una restricción externa dominante, como en 1998-2003; el resultado tiende a ser una cuenta de capitales privada que contribuye a un ajuste intertemporal desestabilizador<sup>4</sup>. En estas circunstancias, los mercados financieros han presionado sistemáticamente a las autoridades de las EES para que encaren los *shocks* externos con una política procíclica –y, por tanto, recesiva en el caso de *shocks* negativos.

Cuando este segundo papel de la movilidad internacional del capital se cumple de manera procíclica, los costos de ajuste para las EES pueden ser enormes. Esto, porque al enfrentar *shocks* externos negativos (y con reservas internacionales fácilmente agotables), cualquier disminución en las entradas de capital requerirá recortes inmediatos del gasto interno para restaurar el equilibrio externo. Como se plantea en la sección 2, el producto cae debido a las rigideces estructurales e inflexibilidades de precios que dificultan la reasignación de recursos, y una histéresis perversa entra en acción, pues tienden a registrarse recortes desproporcionados en la inversión (*ver* sección 4). La economía afectada por la crisis no podrá retomar la senda de crecimiento previa; de hecho, estaría enfrentando equilibrios múltiples.

### *iii. Flujos diversificadores del riesgo*

Un tercer argumento plantea que los beneficios sociales de la libre movilidad del capital se derivan, al igual que los de la liberalización del comercio de bienes, del

---

4. Es relevante recordar que fue la oferta de fondos públicos (multilateral y bilateral) la que se comportó en forma anticíclica en los años ochenta y noventa (*ver* Cepal, 2001, cap. IV). Prasad, Rogoff, *et al.* (2003, sección I.c y cuadro 4) concluyen que “el acceso procíclico a los mercados de capitales internacionales parece haber tenido un efecto negativo sobre la volatilidad relativa del consumo para las economías en desarrollo financieramente integradas”. Kindleberger (1978) y Eichengreen (2003, cap. 2) presentan interesantes análisis históricos de los ciclos financieros.

aumento de las posibilidades de elección de los individuos; con el libre comercio de bienes, los consumidores acceden a una gama más amplia de productos, mientras que la libre movilidad internacional de capital permite a los individuos satisfacer más ampliamente sus preferencias de riesgo mediante una mayor diversificación de activos; éste es un microbeneficio. Este argumento se esgrime con frecuencia para justificar la completa apertura de la cuenta de capitales, tanto en economías desarrolladas como en las en desarrollo, incluyendo la eliminación de restricciones a la salida de recursos nacionales<sup>5</sup>.

Existen diversas formas para diversificarse o asegurarse contra variadas formas de riesgo. Por ejemplo, mediante la diversificación del comercio y con fondos de estabilización (incluyendo la política de reservas internacionales) para enfrentar la inestabilidad de las exportaciones e importaciones, que funcionan como una política macroeconómica prudencial al nivel microeconómico, mediante la diversificación sectorial y geográfica por parte de la empresa, y los productores de bienes y servicios a través de mercados de derivados (*ver* Dodd, 2003). Pero una cuestión muy diferente es la apertura de la cuenta de capitales para diversificar la canasta de activos financieros y la cartera de títulos bursátiles en poder de residentes.

Es evidente que el libre comercio de bienes, al igual que los flujos de IED creadora de capacidad productiva, y el libre comercio de activos financieros no son idénticos (Díaz-Alejandro, 1985; Devlin, 1989; Bhagwati, 1998). En el primer caso, la transacción tiende a ser completa e instantánea, mientras que el comercio de instrumentos financieros es intrínsecamente incompleto y, en la medida en que se basa en una promesa de pago futuro, tiene un valor incierto. Incertidumbre, la existencia de mercados de seguros incompletos, costos de información y los contagiosos cambios de estados de ánimo hacen que la valoración de activos financieros pueda ser radicalmente diferente *ex ante* y *ex post*. El espacio de tiempo entre una transacción financiera y el pago de ésta genera externalidades que pueden magnificar y multiplicar errores en valoraciones subjetivas, a tal punto que, finalmente, las correcciones de mercado pueden ser abruptas, exageradas y desestabilizadoras (Stiglitz, 1998); eso implicaría un costo macroeconómico. Por tanto, algún tipo de regulación de las transacciones financieras puede no sólo hacer que los mercados específicos funcionen más eficientemente, sino también mejorar el comportamiento global de la economía, al elevar la estabilidad macroeconómica y el desempeño de la inversión a largo plazo.

Desde el punto de vista de la convergencia económica, este tercer argumento no es muy pertinente para reforzar el desarrollo. Primero, para un país dado, la apertura

---

5. Es relevante el hecho que Corea y Malasia –dos de las EES de más rápida recuperación después de la crisis asiática– mantuvieron las restricciones a los egresos por parte de residentes como un elemento anticíclico macroeconómico (Mahani, Shin y Wang, 2004). Zahler (2005) discute las implicaciones macroeconómicas de los egresos de fondos por inversionistas institucionales locales, ilustrado con el caso de los fondos de pensiones privados chilenos.

que permita aplicar la diversificación del riesgo financiero implica liberalizar la salida de flujos para los residentes. La mayoría, probablemente, tenderá a alentar –en vez de disuadir– la salida neta desde los mercados emergentes, en la medida en que éstos son más incompletos, más pequeños y menos líquidos y profundos. Evidentemente, esto puede diversificar el riesgo financiero para los inversionistas y agentes locales que pueden invertir en el extranjero. Sin embargo, es posible que no diversifique el riesgo para los retornos de los productores locales y, probablemente, se reduzca el ahorro disponible en el país y, en consecuencia, el financiamiento para la inversión productiva.

Segundo, algunas interesantes piezas analíticas en la literatura apoyan este tercer argumento. Por ejemplo, Obstfeld (1994) desarrolla un modelo basado en la hipótesis de que la integración financiera global implica un cambio desde un portafolio de bajo riesgo-baja rentabilidad del capital a otro de alto riesgo-alta rentabilidad del capital, y concluye que ese cambio podría generar ‘ganancias de bienestar enormes’ (Obstfeld 1998, pág. 10). Hay tres comentarios al respecto: (i) la magnitud que se asume que alcanzan los efectos –aún más que su signo– revela una creencia o deseo apriorístico; (ii) hay un traslapo de este argumento con aquel de los flujos desde los mercados ricos en capital a los escasos de capital como respuesta al diferencial de retornos; de hecho, necesitamos identificar lo que es efectivamente diferente en el argumento de la diversificación puramente del riesgo financiero<sup>6</sup>; y (iii) efectivamente, los flujos internacionales tienden a moverse hacia los activos más conocidos y sin altos riesgos: una mirada a los bonos (por ejemplo, ADRs o GDRs) y acciones de las EES transadas a nivel internacional lo documenta de manera muy clara: usualmente, corresponden a empresas nacionales grandes, maduras y mejor calificadas. En particular, lo mismo sucede con las inversiones en el extranjero de los residentes en las EES. La excepción, la cobertura de un grupo de activos más amplios, ocurre en el caso de las burbujas, donde más que revelar un apetito por el riesgo, los inversionistas suelen suponer que no existe, durante el contagio de exceso de optimismo. En resumen, no hay una conexión bien documentada de la diversificación del riesgo con las fuentes de aumentos de la productividad nacional.

Tercero, es evidente que se le ha estado otorgando alta prioridad a la diversificación financiera internacional en el diseño de políticas; por ejemplo, a través de la eliminación de impuestos a las ganancias de capital en operaciones internacionales y el estímulo a la inversión financiera en los mercados externos. Pero la realidad es que ambas actividades están aisladas de las fuentes de competitividad sistémica y del desarrollo productivo. Ese tipo de medidas tiende a concentrar la energía de los agentes

---

6. Otro argumento relevante es el obvio papel positivo jugado por los intermediarios financieros para relajar las trabas de liquidez y reducir los costos de búsqueda para los agentes de las pequeñas y medianas empresas (PYMES), que es crucial para el crecimiento económico y para la equidad. Este papel es desempeñado abrumadoramente por intermediarios nacionales. El acceso de las PYMES a los mercados privados internacionales es notablemente limitado.

económicos en actividades puramente financieras, fomentando una actitud *neorentista*: obtener ganancias a expensas de otros agentes, en vez de hacerlo mediante un aumento de la productividad. El problema no es de todo o nada, sino de un nuevo equilibrio a favor del 'productivismo' y de horizontes de largo plazo.

#### *iv. Apertura de la cuenta de capitales y la disciplina macroeconómica*

Se sostiene también comúnmente que la apertura completa de la cuenta de capitales previene el manejo macroeconómico interno irresponsable y promueve la buena administración de los fundamentos macroeconómicos. Esto es cierto, en parte, en cuanto a las fuentes internas de inestabilidad; es decir, los grandes déficit fiscales, la política monetaria permisiva y el tipo de cambio arbitrariamente sobrevaluado. Sin embargo, la volatilidad que caracteriza al mercado financiero hace altamente ineficiente este tipo de control en los períodos de liquidez internacional: las políticas permisivas respecto de la demanda o la sobrevaluación del tipo de cambio tienden a ser promovidas por los mercados financieros durante los períodos de auge (o de sobreoptimismo de los agentes financieros), y suelen castigar en extremo, durante las crisis, a las autoridades y a obligarlas a adoptar políticas de contracción excesiva (una sobrereacción 'irracional')<sup>7</sup>.

De hecho, la apertura de la cuenta de capitales puede llevar a las economías emergentes a importar inestabilidad financiera externa, con ingresos de capitales que lleven al deterioro de las variables macroeconómicas fundamentales. De esta forma, aunque la disciplina del mercado puede servir como freno para las fuentes internas de inestabilidad —un freno que suele ser ineficiente, dados los cambios de opiniones y expectativas que caracterizan a los mercados financieros— ciertamente constituye una fuente de inestabilidad de origen externo. Así, el mercado no sólo puede calificar equivocadamente algunas políticas internas como no adecuadas, sino que puede provocar una desviación de esas variables desde niveles antes sustentables: es el mercado mismo el que, en los auges financieros, por ejemplo con mejoras continuadas de las calificaciones de riesgo (*ver* Reisen, 2003), tiende a generar incentivos para que las economías emergentes penetren en las *zonas de vulnerabilidad*.

#### **b) Desempeño del crecimiento reciente**

Tras la Segunda Guerra, se han registrado altas tasas de crecimiento del PIB per cápita mundial. El crecimiento promedio en la segunda mitad del siglo pasado fue similar al alcanzado por Gran Bretaña y Estados Unidos, cuando se convirtieron, en

---

7. Esta fuente de disciplina de los mercados financieros puede también poner obstáculos a las reformas sociales requeridas (por ejemplo, a la elevación de impuestos para financiar una inversión eficiente en capital humano) o a la capacidad de captar rentas económicas de recursos naturales, pero estos temas trascienden este trabajo.

esa secuencia, en las economías más poderosas del mundo (*ver* Maddison, 2001). La tasa de crecimiento global ha mostrado una tendencia descendente en décadas recientes –el PIB mundial per cápita creció 1,9% en los setenta, 1,4% en los ochenta y 1,1% en 1990-2004. Por supuesto que hay muchos determinantes de la evolución del PIB, pero en este último período hay dos nuevos factores con fuerte presencia<sup>8</sup>. Uno es la revolución tecnológica en diversos ámbitos, sin duda, un factor positivo para el crecimiento de la productividad y, asumimos que lo es, para la generación de un mayor crecimiento. El otro es el incremento de gran intensidad en el activismo financiero interno e internacional. Una hipótesis digna de consideración es que éste sería un determinante importante –si bien no el único– del menor crecimiento de fines del siglo pasado, debido a la desviación de recursos y energías desde el aumento de la productividad (‘productivismo’) hacia la búsqueda del neorrentismo (‘financierismo’), con un sesgo procíclico. La eficiencia en cualquier actividad humana requiere de un saludable balance entre diferentes actividades, objetivos, voces, horizontes temporales, etcétera. Este balance debe ser recuperado.

Nos concentraremos aquí, en el último de los períodos reportados, en las tendencias de desarrollo en las EES. Dados los cuatro argumentos discutidos anteriormente a favor de la apertura de la cuenta de capitales, quisiéramos comprobar si ha habido convergencia económica durante este reciente período de amplia liberalización suya en las EES<sup>9</sup>. El cuadro I.1 muestra que, en los años setenta, tanto Asia oriental como América Latina (especialmente Brasil) convergieron hacia Estados Unidos y progresaron más rápidamente que la economía mundial. En las dos décadas siguientes, Asia oriental continuó convergiendo, aunque más moderadamente, incluso durante el lapso más reciente (1990-2004), a pesar de su recesión de 1998. América Latina, por el contrario, dejó de converger a partir de los años ochenta (Cepal, 2003; BID, 2004; Ocampo, 2005). En el período de profundas reformas de libre mercado, significativa liberalización del comercio y alta afluencia de capital de 1990-97 (con un breve quiebre en 1995) una cuota significativa del ahorro extranjero no fue dirigida a la formación bruta de capital (FBK), y de aquella destinada a la FBK, una cuota importante fue invertida en la producción de no transables<sup>10</sup>. Por consiguiente, aumentó la

---

8. En el caso de América Latina, hubo una significativa liberalización financiera y comercial y privatizaciones masivas, con un mucho más amplio espacio para los mercados privados. Kuczynsky y Williamson (2003), Stallings y Peres (2000) y Ffrench-Davis (2005) presentan distintos análisis de las reformas y sus resultados.

9. Una excelente reinterpretación de las experiencias de crecimiento reciente se desarrolla en Rodrik (2003); un análisis previo se encuentra en Barro y Sala-i-Martin (1995). Prasad, Rogoff y otros (2003) presentan una revisión bastante equilibrada y cuidadosa de los efectos de la globalización financiera sobre el crecimiento de los PEDS.

10. Dos relaciones simples y directas: (i) en 1990-97, el flujo de capital neto se incrementó más, en comparación a los ochenta, que la FBCF (sea o no controlada por los términos de intercambio); (ii) las exportaciones tuvieron un incremento menor que las importaciones, y el modo estándar de medir ‘transables’ generalmente muestra una caída de su participación en el PIB, a pesar del aumento vigoroso del volumen de las exportaciones. *Ver* Ffrench-Davis (2005, caps. III y IV).

vulnerabilidad en el posterior período de escasez de financiamiento externo (desde 1998). En conjunto, el crecimiento anual per cápita de América Latina, en el período 1990-2004, fue solamente 0,9%, comparado con 1,1% del total mundial y 1,8% de Estados Unidos.

Es relevante que, dentro de América Latina, hubiese convergencia en la adopción de reformas y políticas neoliberales, y un divergente incremento del crecimiento económico regional en relación con él de EE.UU. y el mundo. El cuadro I.1 muestra que una excepción al desempeño de crecimiento en América Latina fue el caso de Chile, cuyo crecimiento promedio per cápita duplicó al de EE.UU. en 1990-2004 (3,7% contra 1,8%). Esos años incluyen dos subperíodos diferentes: cabe destacar que la convergencia del bienestar fue conseguida sólo en 1990-97 (con un 5,3% de crecimiento per cápita), período durante el cual Chile buscó muy activamente equilibrios macroeconómicos reales, incluyendo la regulación del ingreso de capitales líquidos y de corto plazo, y políticas monetarias y cambiarias muy activas, un superávit fiscal importante durante los períodos de auge y un fondo de estabilización del cobre del Ministerio de Hacienda. La implementación de medidas iniciadas en 1990, con el retorno a la democracia, representó una *reforma a las reformas* efectuadas en los años setenta (Ffrench-Davis, 2003a, cap. X)<sup>11</sup>.

## 2. RECESIÓN, RECUPERACIÓN Y CRECIMIENTO EVASIVO

Un rasgo sobresaliente de la ‘nueva generación’ de ciclos económicos de las EES son las marcadas fluctuaciones del gasto privado interno y de los balances de las empresas; estas fluctuaciones están asociadas a los ciclos de expansión-contracción del financiamiento externo. El aumento del financiamiento externo contiene un significativo origen exógeno o de ‘empuje’ (Calvo, 1998); pero las entradas de capitales tienden a producir cambios de política que introducen factores endógenos o de atracción (*pull*). Nosotros interpretamos que cuando hay un déficit creciente en la cuenta corriente y tipos de cambio apreciados, junto con una acumulación de reservas internacionales, el primer efecto es el dominante. Resulta más evidente si esa acumulación es significativa. Tal hecho ocurrió en la mayoría de los PALS entre los años 1990-94 y en 1996-97, y en Asia oriental en 1992-96.

Los *shocks* externos –positivos y negativos– se multiplican internamente en la medida que las políticas cambiarias, monetarias y fiscales actúen procíclicamente, tal como es esperado por los agentes financieros e incluso ha sido alentado por las agencias financieras multilaterales. En períodos de afluencia masiva de capitales, y

11. Los rasgos principales de las reformas comerciales, financieras y macroeconómicas de los años noventa en los PALS fueron bastante similares a los de Chile en los años setenta, compartiendo ambas lo que he mostrado son errores severos: una propensión a las crisis financieras y una disposición ‘poco amistosa’ con la inversión productiva (ver Ffrench-Davis, 2005, caps. I y III).

en gran medida debido al comportamiento procíclico de las políticas macroeconómicas, las EES se han adentrado frecuentemente en *zonas de vulnerabilidad* durante los *procesos de ajuste*, incluyendo cierta combinación de (i) aumentos de los pasivos externos, con un fuerte componente líquido o de corto plazo (FMI, 1998; Rodrik y Velasco, 2000); (ii) elevados déficit externos en la cuenta corriente; (iii) apreciaciones cambiarias; (iv) descalces cambiarios y de plazos de vencimiento; v) altos coeficientes precios/utilidades de los activos financieros, y (vi) los altos precios de los bienes raíces. La contracción en las EES generalmente ha llegado después de un *boom* en el ingreso de capitales, generando antes todas esas señales desestabilizadoras en los mercados (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001).

Mientras más larga y profunda sea la penetración de la economía en aquellas *zonas de vulnerabilidad*, mayor es la *trampa financierista* en que las autoridades podrían ser atrapadas, y menor la probabilidad de salir de éstas sin sufrir una crisis con costos económicos y sociales perdurables. La ausencia o debilidad de políticas que moderen el *boom* –aplicar frenos durante el recalentamiento<sup>12</sup> merma la viabilidad de adoptar una fuerte política de reactivación en un entorno recesivo después del quiebre de tendencia.

Las recesiones han sido lideradas por una súbita detención de las entradas de capital y un alza repentina de las salidas –América Latina en agosto de 1982, México en diciembre de 1994 y Asia oriental en 1997–, o por un cambio algo más gradual, como el que experimentó América Latina a raíz del contagio asiático<sup>13</sup>, en 1998-99. Esto ha significado un brusco cambio en los mercados financieros y cambiarios internos, desde una situación de alta liquidez a otra de sequía de fondos en los mercados crediticios y cambiarios.

En esta clase de crisis, la reversión de la oferta de fondos o menor acceso al financiamiento externo es seguida por un ajuste contractivo de la demanda agregada. Al *shock* financiero negativo se sumó un deterioro de los términos de intercambio; evidentemente, no surgieron espontáneamente flujos de capital que compensaran la fluctuación de los términos de intercambio. Normalmente, el ajuste interno ha tenido un componente ‘automático’ importante, asociado a una pérdida de reservas, complementada con un incremento en las tasas de interés internas, depreciación cambiaria y contracción fiscal. Naturalmente, la caída de la demanda interna (o de su tasa de crecimiento) tiende a disminuir el déficit externo –y, en consecuencia, esa fuente de demanda de moneda extranjera. Todo ajuste intenso suele ser seguido de una caída del PIB (o de su tasa de crecimiento), lo que tiende a hacer necesario una caída adicio-

12. Una característica de la gestación de crisis financieras modernas es que ese ‘sobrecalentamiento’ ha sucedido, frecuentemente, con caídas de las tasas de inflación, lideradas por una apreciación cambiaria y un aumento de los déficit externos. Un caso notorio es el promedio inflacionario negativo de Argentina durante 1996-2001.

13. Utilizamos una definición que incluye el contagio de optimismo entre los agentes financieros durante la oleada de capital y un contagio de pesimismo con el cambio de tendencia.

nal de la demanda agregada. Obviamente, mientras más grande sea la contracción acumulada del PIB, mayores serán los costos sociales y económicos del ajuste y la pérdida permanente en bienestar. No obstante, una característica positiva es que la brecha de capacidad productiva resultante (PIB potencial menos PIB efectivo) implica que existe espacio para una recuperación posterior.

De hecho, en toda economía moderadamente o bien dirigida, la menor actividad es, por lo general, seguida de una recuperación. Es preciso destacar que la mayor parte de la caída del PIB no implica, necesariamente, una destrucción de la capacidad productiva, sino sólo una transitoria subutilización de ésta, una *brecha* productiva. Eso es una *brecha recesiva*, que en una economía completamente flexible, con una combinación eficiente de políticas reasignadoras y reductoras de la demanda interna, no tendría lugar. En todos los casos que hemos observado, sobresale, como ingrediente central de los procesos de ajuste ante crisis externas, la enorme pérdida de producción efectiva (o de su tasa de crecimiento), lo cual sugiere que esas economías presentan rigideces importantes que les impiden enfrentar de mejor manera *shocks* externos recesivos, y que sus políticas macroeconómicas no son o han dejado de ser eficientes.

Incluso en los casos de recuperación rápida –las llamadas recuperaciones en forma de V– se han observado costos significativos. Generalmente, tras enfrentar una crisis severa, los países retoman una senda de crecimiento con un menor nivel del PIB: una economía que exhibe una tendencia de crecimiento del 7% y luego una caída del mismo nivel, tiende a experimentar una brecha productiva de 14%; entonces, una recuperación de un 7%, en el año posterior a la recesión, tiende a dejar una brecha de 14%. El gráfico I.1 muestra las experiencias de Corea y Malasia, los mejores casos de recuperación exitosa entre las EES. Ambas registraban hasta 1997 una tendencia al crecimiento del orden de 7% anual, considerada sustentable por la mayoría de los observadores. Incluso para estas dos sobresalientes economías, la senda de crecimiento del producto post 1998 permanece muy por debajo de la tendencia previa<sup>14</sup>. Las crisis financieras son extremadamente costosas, lo que resalta la importancia de políticas y reformas focalizadas en moderar o evitar las crisis.

Hay tres efectos de mediano plazo particularmente relevantes para la trayectoria del PIB. Primero, la marcada reducción de la inversión productiva durante la crisis que deteriora las posibilidades de crecimiento futuro; por ejemplo, el ya mediocre coeficiente de inversión en los países latinoamericanos cayó 1,5 puntos porcentuales entre 1992-99 y 2000-2003, situándose incluso por debajo de la tasa registrada en la década perdida (*ver* gráfico I.4).

Segundo, el deterioro de las cuentas de bancos y empresas (Krugman, 1999), según muestra la experiencia de las EES, indica que restaurar un sistema financiero

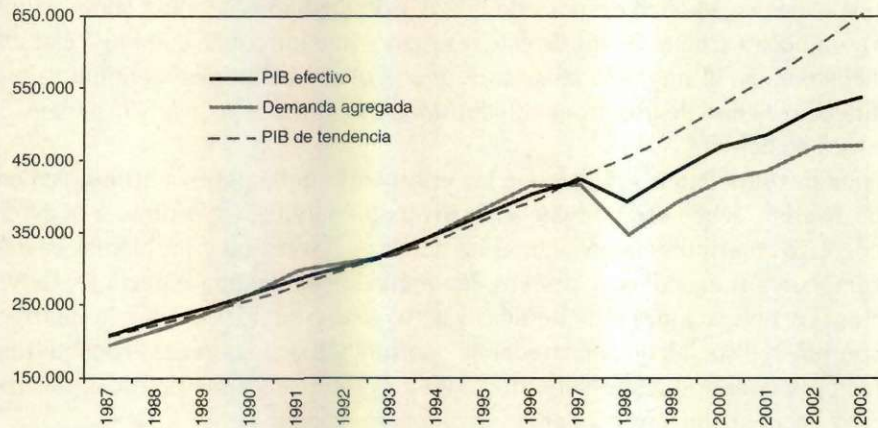
---

14. En términos econométricos, esto implica la existencia de una raíz unitaria en el PIB real.

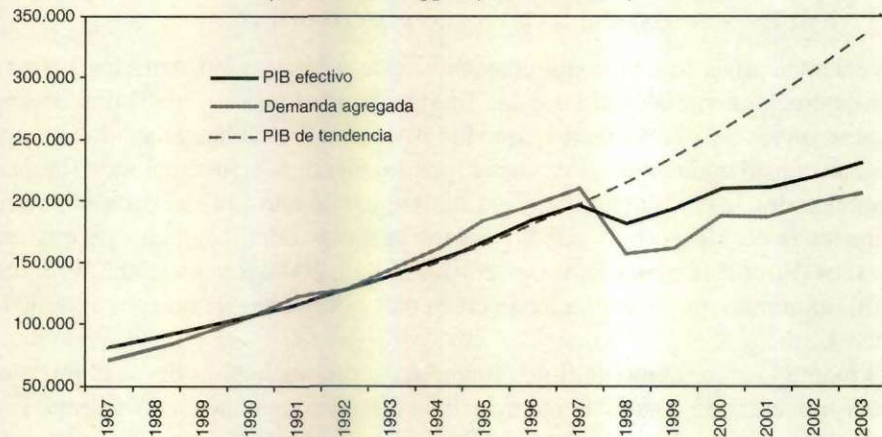


Gráfico I.1

A. COREA: PIB Y DEMANDA AGREGADA, 1987-2003  
(Miles de millones de Won a precios de 1995)



B. MALASIA: PIB Y DEMANDA AGREGADA, 1987-2003  
(Millones de Ringgit a precios de 1987)



Fuente: Cálculos del autor, basados en datos del Banco Asiático de Desarrollo.

toma muchos años, generando efectos adversos a lo largo del período en que se reconstruye; frecuentemente, además, la autoridad fiscal o el Banco Central han desviado fondos desde el gasto social o en infraestructura, para apoyar a los bancos o empresas endeudadas. En tercer lugar, existe amplia evidencia de que los ciclos económicos tienen efectos negativos sobre las variables sociales (Rodrik, 2001, Banco Mundial, 2003). El deterioro de los mercados laborales (mayor desempleo abierto,

menor calidad del empleo o pérdida de salarios reales e incremento de la informalidad) es generalmente muy rápido en la caída, mientras que la recuperación es más lenta e incompleta. Esto se refleja, por ejemplo, en el deterioro prolongado de los salarios reales en México después de la crisis de mediados de 1995 (Frenkel y Ros, 2005); un hecho crucial detrás de este resultado, que introduce cambios ‘estructurales’ negativos en el mercado laboral, es que la oferta de empleo continúa subiendo mientras que la tasa de uso promedio del *stock* de capital se reduce y la expansión de este *stock* se debilita.

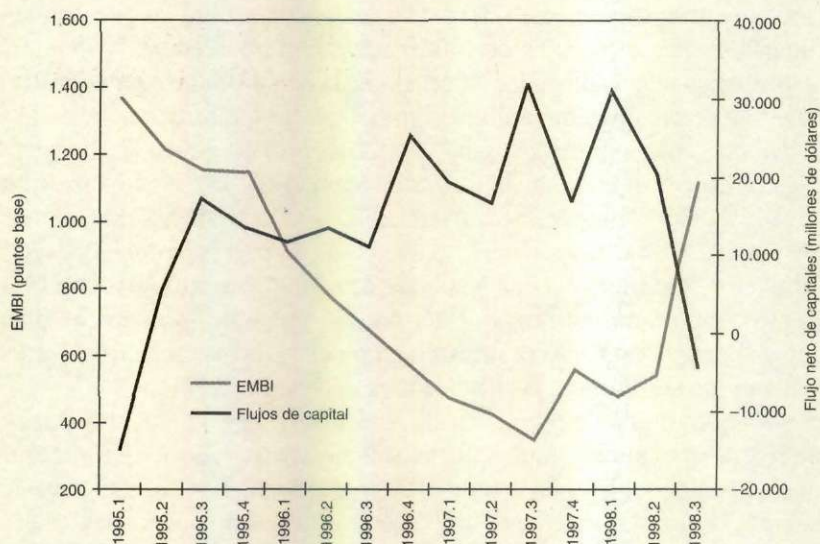
Estos tres problemas señalan que las prioridades de la política económica en períodos de crisis deben ser: (i) sostener la inversión pública; (ii) estimular la inversión privada; (iii) contribuir a reprogramar las deudas y a solucionar problemas de descapaces cambiarios (i.e. activos y pasivos denominados en distinta moneda) y de vencimientos (i.e. obligaciones muy líquidas y activos no cobrables en el corto plazo); (iv) reforzar una red social, que aproveche la oportunidad de mejorar la productividad de los factores temporalmente subutilizados, y (v) rediseñar las políticas macroeconómicas hacia una macro para el desarrollo (*ver* sección 4).

### 3. ¿POR QUÉ LOS FLUJOS PRIVADOS NO-IED HACIA LAS EES SON PROCÍCLICOS Y TIENDEN A DESESTABILIZAR LA MACROECONOMÍA?

Las recientes crisis macroeconómicas en el este asiático y en América Latina han estado estrechamente asociadas a las fuertes oscilaciones de los flujos de capital privados; un rasgo sobresaliente es que las crisis financieras han afectado a EES generalmente consideradas como ‘exitosas’ por los agentes e instituciones financieras internacionales (IFIS.). Dicho éxito era también reflejado por las cada vez mejores evaluaciones del riesgo país que hacían las agencias internacionales de evaluación de riesgos (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001; Frenkel, 2004; Reisen, 2003; Williamson, 2003b), al tiempo que se acumulaban crecientes volúmenes de pasivos externos (*ver* gráfico I.2).

El marcado incremento de flujos financieros internacionales desde comienzos de los años noventa fue notablemente más diversificado que en los años setenta. Pero el resultado es potencialmente más inestable, en la medida en que se ha registrado un cambio en la composición desde los créditos bancarios a mediano plazo –la fuente de financiamiento predominante en los setenta–, a flujos de portafolio de un conjunto de valores, bonos líquidos, financiamiento bancario de mediano y corto plazo, depósitos a corto plazo, y adquisición de empresas locales por inversionistas extranjeros. Así, paradójicamente, desde 1990 se ha tendido a una *diversificación hacia fuentes de financiamiento sumamente reversibles*; los diferentes componentes tienden a compartir los excesos de optimismo y los excesos de pesimismo. La reversibilidad de los flujos no se observa durante los ciclos de auge, pero su peligrosidad para la estabilidad macroeconómica real explota abruptamente con los cambios negativos de

**Gráfico I.2**  
RIESGO PAÍS Y FLUJOS DE CAPITAL HACIA AMÉRICA LATINA, 1995-98



Fuente: Bloomberg y FMI.

expectativas de los mercados<sup>15</sup>. No obstante la creciente participación de IED a lo largo de la última década, la cuenta de capitales aún incluía una significativa proporción de flujos volátiles, o desligados de la generación directa de capacidad productiva –caso de las crecientes fusiones y adquisiciones<sup>16</sup>.

Ese cambio en la composición de la oferta de fondos –asociado a la innovación tecnológica, y a los cambios institucionales y de política en las economías desarrolladas, liderados por las autoridades estadounidenses y por grupos de presión (Bhagwati, 2004; Pfaff, 2000)– fue acompañada por una rápida apertura de la cuenta de capitales de las EES, particularmente en el este de Asia y en América Latina; ello coincidió con un período de oferta abundante. El hecho es que ambas regiones se movieron hacia el interior de las *zonas de vulnerabilidad*. Paralelamente, como se discute más adelante, agentes especializados en aspectos microeconómicos de las

15. El acelerado crecimiento de los mercados de derivados contribuyó a suavizar la 'microinestabilidad', pero ha tendido a incrementar la 'macroinestabilidad' y a reducir la transparencia. Ver un análisis de los canales por los que estabilidad e inestabilidad son transmitidos en Dodd (2003).

16. Cabe recordar que cerca de la mitad del flujo de IED hacia América Latina en 1995-2002 correspondió a fusiones y adquisiciones (Unctad, 2003). Prasad, Rogoff y otros (2003, cuadro 1 y gráfico 3) reportan datos sobre la volatilidad total de la IED, los préstamos bancarios y la inversión de portafolio. Ellos confirman la conclusión de muchas otras investigaciones en cuanto a que la IED es menos volátil.

finanzas, posicionados en los segmentos financieros de corto plazo, adquirieron una voz dominante en la generación de las expectativas macroeconómicas.

Hay una literatura sumamente relevante e interesante sobre las fuentes de inestabilidad financiera: las asimetrías de información entre acreedores y deudores y la falta de asimilación adecuada de las externalidades negativas que genera cada agente (a través de una creciente vulnerabilidad) cimientan los ciclos de abundancia y escasez de financiamiento externo (Stiglitz, 2002; Krugman, 2000; Harberger, 1985). Fuera de estos aspectos, como ha enfatizado Ocampo (2003), las finanzas tratan sobre el futuro, y evidentemente la “información” concreta acerca de éste no se encuentra disponible. Como él sostiene, la tendencia a equiparar opiniones y expectativas con ‘información’ contribuye a una conducta de rebaño y a equilibrios múltiples. De hecho, hemos observado episodios de un notorio contagio, primero de exagerado optimismo y luego de excesivo pesimismo en muchas de las crisis financieras experimentadas por las EES durante las últimas tres décadas.

Sin embargo, más allá de estos factores, hay dos rasgos adicionales de los acreedores que son de crucial importancia. Uno es la *naturaleza particular de los agentes líderes* que actúan por el lado de la oferta (Ffrench-Davis, 2003b). Existen asimetrías naturales en el comportamiento y en los objetivos de los distintos agentes económicos. Los agentes orientados a los mercados financieros, son especialistas en inversión líquida, operan dentro de horizontes estrechos, y son sumamente sensibles a cambios en las variables que afectan las ganancias a corto plazo<sup>17</sup>. La segunda característica es la difusión gradual de la información, entre los agentes susceptibles de engrosar la oferta, sobre las oportunidades de inversión en las EES. En efecto, agentes de los diferentes segmentos de los mercados financieros fueron gradualmente atraídos a nuevos mercados internacionales a medida que se enteraron de oportunidades rentables ofrecidas por las EES, hasta entonces desconocidas para ellos. Esto explica, desde el lado de la oferta, por qué los flujos de capital hacia las EES –en 1977-81 y 1991-97–, más que cambios puntuales, han sido *procesos* crecientes, que han perdurado por cierto tiempo, en vez de ajustes expansivos instantáneos. En este sentido, es relevante para el diseño de política distinguir si ésta es de corto o de mediano plazo; esta última lleva a algunas variables –la bolsa de valores, el tipo de cambio y los bienes raíces– a moverse en una determinada dirección por lapsos prolongados, ofreciendo ‘falsas certezas’ a los mercados y estimulando flujos de capitales que buscan ganancias de capital en lugar de diferencias en la productividad real. Los flujos de capital privado, como resultado de la volatilidad (o reversibilidad) de las expectativas de mediano plazo, generalmente tienen un marcado y costoso sesgo procíclico.

---

17. Persaud (2003), sostiene que la administración moderna del riesgo por instituciones inversoras (como fondos y bancos) basada en un valor de riesgo medido diariamente (VAR), funciona en forma procíclica, lo cual es reforzado por una tendencia hacia la homogeneización de los agentes acreedores. Un argumento complementario de Calvo y Mendoza (2000) examina cómo la globalización podría promover el contagio desincentivando la recolección de información y fortaleciendo incentivos para imitar el portafolio del mercado.

En el lado de los usuarios, altas tasas de ganancias podían ser obtenidas por los oferentes de capitales a las EES. Al momento de su apertura financiera, en los años ochenta y a comienzos de los noventa (*ver* Morley, Machado y Pettinato, 1999), los PALS estaban en recesión, sus precios accionarios y de bienes raíces estaban deprimidos, sus tasas de interés reales eran altísimas y sus monedas locales estaban subvaluadas. De hecho, en 1990, los precios de los bienes raíces y de los títulos bursátiles estaban extremadamente deprimidos en América Latina, mientras que el valor del dólar en moneda local era comparativamente muy alto (*ver* Cepal, 1998; Ffrench-Davis y Ocampo, 2001).

Cuando los países del este asiático abrieron su cuenta de capitales, durante los años noventa, la oferta de fondos externos ya se había incrementado. Sus economías estaban creciendo notablemente más rápido que las latinoamericanas, y presentaban elevadas tasas de inversión y ahorro. Sin embargo, el coeficiente precios/utilidades en el mercado accionario era también más favorable que el de los países ricos en capital, y los pasivos externos de corto plazo eran también extremadamente bajos; como se discute en la sección 1, la tasa de retorno tiende a ser más alta en los sectores productivos de las EES (relativamente escasas de capital) que en los mercados maduros (relativamente ricos en capital). Entonces, hay potencialmente espacio para unos muy rentables flujos de capital desde los proveedores de éste hacia los antiguos mercados. Los ajustes esperados para cualquier economía emergente que abre su cuenta de capitales en esas circunstancias deberían ser idénticos a los registrados en los PALS. El resultado en ambas regiones emergentes, por ejemplo, fue un alza espectacular de los precios de acciones —el índice de precios de acciones se multiplicó, en promedio, por cuatro en 1990-94, por dos en 1995-97 en los países latinoamericanos, y por dos en Asia Oriental en 1992-94 (*ver* Ffrench-Davis, 2003b, cuadro II.1).

Durante el auge es cuando el grado de libertad para elegir políticas es más amplio. En los años noventa, la mayor oferta de financiamiento externo generó un proceso de apreciación cambiaria en la mayoría de los PALS y —en menor medida— en el este asiático; las expectativas de una persistente apreciación tentaron a los agentes financieros que operaban dentro de los horizontes de apreciación esperada de las monedas locales, a canalizar fondos adicionales hacia ambas regiones<sup>18</sup>.

Una conclusión poderosa para el diseño de políticas es que una estrategia de desarrollo que requiere el éxito del sector exportador, no puede confiar la determina-

---

18. Para los agentes cortoplacistas, las utilidades efectivas y esperadas fueron incrementadas por el proceso de apreciación. Pero si se percibe como persistente, éste tendería a desalentar la inversión en la producción de productos transables que usan tecnología intensiva en insumos nacionales. Por tanto, debido a sus implicaciones de política, es más relevante lo que pasa con el comportamiento de los tipos de cambio durante la etapa expansiva o de *boom*. Entonces es cuando los desequilibrios externos y los descalces cambiarios y de madurez están siendo generados, sin ser advertidos.

ción del tipo de cambio al comportamiento cortoplacista de algunos agentes financieros<sup>19</sup>; hacerlo revela un grado de inconsistencia grave de las políticas. El incremento de la demanda agregada, empujado por flujos y apreciaciones, y una creciente participación de la demanda interna de bienes transables, aumenta 'artificialmente' la capacidad de absorción y la demanda de ahorro externo. Así, como se dijo, el cambio exógeno –abierto por las transformaciones registradas en los mercados internacionales de capitales– fue convertido en un proceso endógeno, conduciendo a la vulnerabilidad interna frente a la reversibilidad potencial de los flujos de capitales.

En breve, la interacción entre dos factores –*la naturaleza de los agentes y un proceso de ajuste*– explica la dinámica de los flujos de capital en el tiempo: el por qué los proveedores siguen proveyendo fondos aun cuando se estén deteriorando los fundamentos macroeconómicos reales. Cuando los acreedores *descubren* un mercado emergente, su exposición es baja o inexistente. Luego generan una serie de flujos consecutivos, los que resultan en un rápido incremento de sus activos financieros en las EES; de hecho, demasiado rápido para una eficiente absorción; frecuentemente, la absorción es aumentada artificialmente por la apreciación cambiaria, teniendo como consecuencia un aumento de la demanda agregada real y un mayor déficit externo.

La sensibilidad de los acreedores a las noticias negativas, en algún momento –probablemente en forma repentina– se incrementará notablemente cuando el país se encuentre posicionado en las *zonas de vulnerabilidad*; entonces, los acreedores tomarán nota de (i) el nivel del saldo de activos en el país (o región); (ii) el grado de dependencia en los mercados deudores de flujos adicionales, lo que está asociado al volumen del déficit en cuenta corriente; (iii) la magnitud de la apreciación; (iv) la necesidad de refinanciamiento de pasivos ya vencidos, y (v) la cantidad de pasivos líquidos que se espera salgan del país al enfrentar una crisis. Por tanto, no debería sorprendernos que, después de un significativo incremento en el precio de los activos y cambiarios, acompañado de una alza en el volumen de pasivos externos líquidos, la sensibilidad a noticias políticas o económicas adversas y la probabilidad de que las expectativas se reviertan, crezca abruptamente (Calvo, 1998; Rodrik 1998).

Tanto la acumulación de activos de valores en el extranjero por proveedores financieros, hasta bien avanzada esa etapa expansiva del ciclo, como la súbita reversión posterior de los flujos, pueden ser consideradas respuestas *racionales* de los agentes individuales, dado el corto plazo de sus horizontes. Esto es porque a estos inversionistas no les es relevante si los fundamentos reales están siendo mejorados o empeorados mientras ellos continúan invirtiendo. Lo que sí les importa es que los indicadores cruciales desde su punto de vista –precios de bienes raíces, bonos y ac-

---

19. El papel asignador del tipo de cambio se intensificó notablemente luego de implementarse las profundas reformas comerciales. Ver Cepal (1998, caps. III y IV) y Williamson (2003a).

ciones, y tipo de cambio— sean tales que puedan seguir obteniendo ganancias a corto plazo y, obviamente, que la liquidez de los mercados les permita, si es necesario, revertir a tiempo sus decisiones; así, continuarán suministrando flujos netos hasta que las expectativas de una inminente reversión se materialicen.

En verdad, para los operadores financieros más influyentes, las variables de mayor pertinencia no están relacionadas con los fundamentos de largo plazo, sino con la rentabilidad de corto plazo. Esto explica por qué la opinión que ellos tengan de un determinado país puede cambiar radical y repentinamente, a pesar de que, salvo la liquidez en moneda extranjera, sus fundamentos económicos permanezcan inalterados durante la transición desde optimismo exagerado hasta pesimismo exagerado.

Naturalmente, cuando los mercados deudores se han ajustado ‘suficientemente’ hacia abajo, se presenta el proceso opuesto, el cual puede ser sustentado por algunos años, como en 1991-94 y 1995-97, o ser efímero, como en unos meses entre fines de 1999 y 2000<sup>20</sup>. Es relevante, para la equidad y el crecimiento promedio, que los procesos ascendentes tienden a ser más graduales —o menos abruptos— que los ajustes descendentes.

No es ninguna coincidencia que en los tres períodos de afluencia masiva de capitales externos registrados en el último cuarto de siglo, los márgenes de intermediación (*spreads*) de los préstamos sufrieran una disminución persistente, no obstante que el volumen de los pasivos subía sustancialmente: durante cinco o seis años en los setenta, más de cuatro años antes de la crisis mexicana de mediados de los noventa, y sobre un par de años después de ésta. El gráfico I.2 representa la evolución del EMBI para los países de América Latina; se observa un marcado mejoramiento entre el primer trimestre de 1995 y el tercero de 1997.

Este comportamiento de los *spreads* ha implicado —durante el ciclo expansivo— un lugar geométrico de inclinación negativa, dibujando una suerte de curva de oferta definitivamente desestabilizadora. Durante los tres procesos expansivos ha habido un evidente contagio de exceso de optimismo entre los acreedores y, lejos de mostrar un ‘apetito’ por el riesgo, lo que prevalece es una ignorancia o subestimación de los riesgos subyacentes. A este respecto, es interesante recordar el paralelo entre los *spreads* de México durante los noventa (hoy alabado como un reformador bien comportado) y Argentina (hoy calificada como no reformadora en ese decenio) (ver Ffrench-Davis, 2003b, gráfico II.2). Aparentemente, los acreedores no percibieron ninguna diferencia importante entre estas dos economías hasta 1998.

Con respecto a los deudores, en períodos de exceso de optimismo, la evidencia es que la mayoría de ellos no se endeuda previendo no cumplir, y esperando ser rescatados o beneficiados con una moratoria. Al contrario, las expectativas de grandes

---

20. Las vulnerabilidades eran aún significativas en las EES, cuando reaparecieron las señales negativas en la economía mundial en 2000, incluyendo el siguiente ajuste recesivo en los EE.UU.

beneficios tienden a prevalecer: los deudores también caen víctimas del síndrome de euforia financiera durante los períodos de auge (Kindleberger, 1978).

En conclusión, los agentes económicos especializados en la colocación de fondos financieros (llamo a esto la *microfinanza*, para oponerlo a la macrofinanza), que pueden ser sumamente eficientes en su campo, pero que operan con horizontes de planeación cortos –“por formación y por el tipo de recompensa monetaria”–, han sido determinantes importantes de las condiciones macroeconómicas y han influido decisivamente en el diseño de las políticas en las EES. Esto implica un predominio de una actitud ‘financierista’ sobre una reciente ‘productivista’, lo cual entra en conflicto con el doble objetivo de crecer con equidad, que requiere mejorar los incentivos para aumentar la productividad, más que privilegiar la búsqueda de rentas financieras (*financial-rent seeking*) y ganancias de capital. Se deben reequilibrar las prioridades y las voces.

#### 4. UNA MACROECONOMÍA PARA EL CRECIMIENTO

Hay un amplio consenso en que los equilibrios macroeconómicos son esenciales para el crecimiento económico. Sin embargo, existe una grave falta de comprensión acerca de lo que constituye ‘fundamentos sanos’, cómo se pueden alcanzar y lograr que sean sostenibles.

##### a) Una macroeconomía de dos pilares

La opinión de moda, que se extiende hasta hoy en los círculos académicos ortodoxos y en las IFIS, sugiere que los equilibrios macroeconómicos fundamentales son el control de la inflación y el balance en las cuentas fiscales, con una omisión clara del entorno que deben enfrentar los productores, donde existen otras variables esenciales como el tipo de cambio y la demanda agregada. Llamamos a este enfoque como el de ‘equilibrios macroeconómicos financieros’<sup>21</sup>.

Evidentemente, este enfoque incluye otros ingredientes, pero enfatiza que el requisito básico es construir los dos pilares señalados. Esta interpretación conduce a plantear que estos elementos son suficientes para alcanzar el desarrollo productivo en una economía liberalizada, o que llegan a serlo agregándole reformas microeconómicas. Un ejemplo ilustrativo es el de Fischer (1993), que luego de mencionar diversas variables como relevantes, concluye que “la evidencia revisada y presentada en este artículo apoya la mirada convencional en cuanto a que un entorno macroeconómico estable, entendido como tasas de inflación razonablemente bajas y déficit fiscales pequeños, es conducente a un crecimiento económico sostenido”. Adicionalmente, una aseve-

21. Esa es la receta macroeconómica neoliberal. Ver análisis sobre deficiencias de políticas macroeconómicas implementadas en los noventa en América Latina, en Williamson (2003a) y French-Davis (2005, caps. II, III y IX).



ración frecuente en la literatura convencional más reciente es que una cuenta de capital abierta impone una disciplina macroeconómica a las EES<sup>22</sup>. En realidad esta propuesta infiere, algunas veces explícitamente y con frecuencia implícitamente, que la apertura total de la cuenta de capitales contribuye a equilibrar las cuentas externas y a situar automáticamente la demanda agregada en un nivel consistente con la capacidad productiva. Sin embargo, está sólidamente documentado, que ésa no es la experiencia usual frente a *shocks* financieros externos –positivos y negativos– experimentados por las EES (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001).

Como se mostró, los países latinoamericanos tuvieron éxito durante los años noventa en reducir la inflación (a cifras de un dígito) y en equilibrar su presupuesto fiscal (el déficit fiscal promedió menos de 0,5% del PIB en 1995-97, por supuesto, con diversidad entre países); satisficieron los requisitos básicos del equilibrio macroeconómico neoliberal. Sin embargo, la actividad económica ha sido notablemente inestable, como ilustra el gráfico 3; los cambios del PIB han solido ser liderados por altibajos de la demanda agregada, los cuales han respondido a la evolución de los flujos de capital. Por ejemplo, los ajustes monetarios estuvieron asociados a cambios en las reservas internacionales en vez de cambios en el crédito interno del Banco Central.

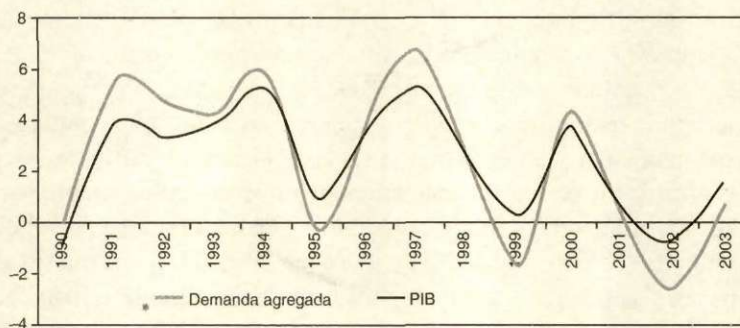
El comportamiento de la demanda agregada en niveles consistentes con la capacidad productiva y precios macroeconómicos clave, como la tasa de interés y el tipo de cambio no desalineados, son parte de un tercer pilar de los equilibrios macroeconómicos reales. Estos ingredientes han fallado frecuentemente en las experiencias neoliberales. Ello ha quedado reflejado en economías que operan, alternadamente, por debajo del producto potencial o utilizando toda la capacidad pero con altos déficit externos. Suelen saltarse áreas intermedias donde habitualmente se ubican los niveles de equilibrio sostenibles.

Las economías del Asia oriental, por su parte, habían conservado por décadas un entorno macroeconómico equilibrado: baja inflación, responsabilidad fiscal, tipos de cambio y cuentas externas sostenibles y tasas de interés moderadas (con una leve represión financiera). En los noventa, estas economías continuaron cumpliendo con los dos pilares convencionales –baja inflación y excedentes fiscales–, pero perdieron el tercero que habían dominado con habilidad en los decenios precedentes: los equilibrios macroeconómicos sostenibles para la economía real. Como consecuencia, cuando estalló la crisis asiática, la mayoría de las EES se encontraba implementando una macroeconomía ‘financierista’ o de sólo dos pilares, con el apoyo eufórico de especialistas en *microfinanzas*. Un enfoque ‘financierista’ había llegado a ser predominante.

---

22. Un documento de trabajo reciente del FMI (Tytell y Wei, 2004) examina el “efecto disciplinador” de la globalización financiera sobre los equilibrios macroeconómicos, concentrándose en los dos pilares mencionados –baja inflación y balances fiscales– sin atender a los otros componentes de un conjunto integral de equilibrios macroeconómicos reales.

**Gráfico I.3**  
**AMÉRICA LATINA: PIB Y DEMANDA AGREGADA, 1990-2003**  
 (Tasa anual de crecimiento, %)



Fuente: Datos de Cepal. Incluye 19 países.

#### b) 'Financierismo' inadecuado e inestabilidad macroeconómica

El 'financierismo' tiende a conducir hacia desequilibrios macroeconómicos insostenibles, con una demanda efectiva que se desvía marcadamente de la frontera de producción y con macroprecios 'incorrectos'. El gráfico I.3 muestra una notoria inestabilidad del crecimiento del PIB para el conjunto de América Latina; obviamente, en cada uno de los países tiende a ser más inestable. La información muestra que los cambios del PIB han sido guiados por los altibajos de la demanda agregada. Dado que Asia oriental se ha caracterizado por su equilibrio fiscal, y que los países latinoamericanos redujeron sus déficit a lo largo de los años noventa, es evidente que en períodos de entradas masivas de capital los incrementos de la demanda agregada fueron intensivos en gasto privado, fuertemente asociado con el flujo neto de capitales (Marfán, 2005). De hecho, el ingreso de capitales tendió a circular desde fuentes privadas a usuarios privados.

La inestabilidad macroeconómica real resultante en las EES, genera un ambiente desalentador para la inversión productiva. Esa es una poderosa fuerza explicativa del magro desempeño del coeficiente de inversión (inversión/PIB) de América Latina durante la década pasada, cuando éste superó por sólo un punto porcentual el promedio de los ochenta (19%), en tanto que se mantuvo alrededor de seis puntos por debajo de la tasa de los años setenta; con el contagio de la crisis asiática, el coeficiente de inversión cayó incluso bajo el nivel exhibido en los ochenta (*ver* gráfico I.4).

#### c) El impacto de la brecha de capacidad productiva sobre la formación de capital

Una variable explicativa significativa de la reducida inversión productiva, documentada de manera robusta, es la brecha entre el PIB potencial y el efectivo (Agosin

1998; Schmidt-Hebbel, Servén y Solimano, 1996), la cual refleja la subutilización de la capacidad instalada en las empresas y otros componentes del *stock* de capital físico, el desempleo y una reducida productividad total de los factores (Ffrench-Davis, 2005, cap. II). Las utilidades tienden a disminuir ante esa brecha de producto, mientras el humor de los prestamistas decae<sup>23</sup>. Habitualmente, estas situaciones recesivas han provocado una aguda reducción del coeficiente de inversión; por ejemplo, una caída en la formación de capital fijo durante 1995, de 13% en Argentina y 30% en México; de 21% en Corea y 43% en Malasia (1998); de 18% en Chile (1999), y entre 1998 y 2002 una nueva caída, de 56% en Argentina y de 11% en toda América Latina.

En los episodios de recuperación económica, los coeficientes de inversión usualmente se recuperaron desde sus deprimidos niveles anteriores (1985, 1990 y 1995), como se muestra en el cuadro I.4. Sin embargo, tendió a persistir una significativa (aunque gradualmente reducida) brecha entre el producto efectivo y el potencial. La experiencia indica que fuertes incrementos de la inversión están vinculados a la existencia de equilibrios macroeconómicos reales; una demanda efectiva consistente con la capacidad productiva, y niveles correctos para los tipos de cambio e interés reales, y la situación se espera que sea sostenible por los inversionistas privados. Chile cumplió con esas condiciones y su coeficiente de inversión se incrementó notablemente durante el período 1991-98 (ver Agosin, 1998; Ffrench-Davis y Villar, 2005).

Dos factores adicionales han acentuado la incidencia negativa de las brechas de capacidad productiva sobre la inversión privada en América Latina: (i) el cambio de la composición de la IED, desde inversiones nuevas a adquisiciones (Unctad, 2003) estimuladas por precios deprimidos de los activos nacionales y por la depreciación de las monedas locales. Es probable que muchas de las adquisiciones no habrían tenido lugar en un ambiente de equilibrio macroeconómico real; y (ii) una contracción de la inversión pública, en particular, del gasto en infraestructura. En la mayoría de los países latinoamericanos “se redujo el gasto público en infraestructura y se dio mayor cabida a la participación privada”, pero ésta “no compensó completamente la merma del gasto público” (Easterly y Servén, 2003).

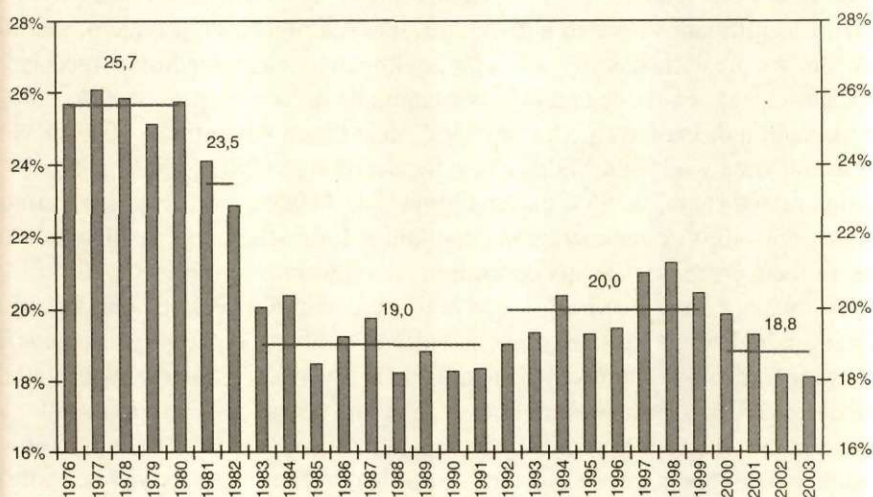
La mencionada caída de los coeficientes de inversión contribuye enormemente a explicar por qué el crecimiento promedio del PIB fue de 5,6% en los setenta, y de sólo 2,6% en los quince años transcurridos entre 1990 y 2004.

Es relevante para la evaluación de la calidad de las políticas desagregar el PIB en dos componentes: las exportaciones de bienes y servicios<sup>24</sup>, cuya demanda está más

23. La brecha naturalmente difiere entre sectores, destinos y tipo de empresas. Donde se espera que la brecha persista, los productores naturalmente tenderán a posponer o anular planes de inversión. Adicionalmente, en períodos recesivos el sector financiero restringe su actividad crediticia, particularmente entre los productores de no transables.

24. Se trata del valor agregado al PIB por las exportaciones; esto es, el valor bruto de bienes y servicios menos los insumos importados.

**Gráfico I.4**  
**AMÉRICA LATINA: INVERSIÓN BRUTA FIJA, 1976-2003**  
 (% del PIB)



**Fuente:** Basado en cifras de la Cepal para 19 países, ajustado a precios de 1995.

estrechamente asociada a la macroeconomía externa (y a las respectivas políticas comerciales), y el resto del PIB (o PIB no exportado), cuya demanda depende más fuertemente del ambiente macroeconómico interno. De hecho, en el tránsito del auge a la recesión, la mayor parte de los cambios en las tasas de crecimiento del PIB ha estado localizada en el desempeño del PIB no exportado, como se puede calcular sobre la base del cuadro I.2.

Dado que en ambas regiones el valor agregado por las exportaciones hace un promedio inferior a la mitad del PIB (cerca de un tercio en el este de Asia y menos de un quinto en América Latina), una vigorosa expansión de la economía nacional requiere de un crecimiento fuerte de la producción no-exportable. Por ejemplo, en Chile y en el promedio de los seis países del este de Asia, durante los años de dinamismo 1990-97, este componente creció 6% anual (*ver* cuadro I.2, A y C, para 1990-97), mientras que durante los años recesivos (1998-2003) permaneció más bien estancado. Las cifras de Chile son bastante similares a las de Asia oriental para los años 1990-97 y 1998-2003. Los no-exportables aumentaron 6,9% durante el primer período y 1,7% en el segundo. La caída en el crecimiento del PIB, de 7,6% a 2,6% fue explicada en más de un 80% por el impacto recesivo sobre los no-exportables. En estas situaciones, es esperable que el deterioro en el crecimiento del PIB sea explicado mayoritariamente por un aumento en la brecha entre producción potencial y efectiva de rubros distintos a las exportaciones.

**Cuadro I.2**  
**CRECIMIENTO DEL PIB POR COMPONENTES, 1990-2003**  
 (Tasas anuales promedio, %)

	PIB total	PIB exportado	PIB no exportado
<b>A. Asia oriental (6)</b>			
1990-1997	7,1	10,9	5,7
1998-2003	2,9	7,6	0,6
1990-2003	5,3	9,5	3,5
<b>B. América Latina (19)</b>			
1990-1997	3,2	8,3	2,4
1998-2003	1,2	5,4	0,3
1990-2003	2,4	7,1	1,5
<b>C. Chile</b>			
1990-1997	7,6	10,5	6,9
1998-2003	2,6	5,7	1,7
1990-2003	5,5	8,4	4,6
<b>D. Corea</b>			
1990-1997	7,2	13,9	5,4
1998-2003	4,0	11,9	0,1
1990-2003	5,8	13,0	3,1

**Fuente:** Cálculos del autor, basados en información de cuentas nacionales en precios constantes del Banco Asiático de Desarrollo y Cepal.

Asia oriental incluye Indonesia, Corea, Filipinas, Malasia, Tailandia y Taiwán. América Latina incluye 19 países.

#### d) Hacia equilibrios macroeconómicos reales integrales

Una definición integral de equilibrios macroeconómicos debería incluir –además de inflación baja y equilibrio fiscal financierable sanamente– déficit externo sostenible, una baja participación de los pasivos netos de corto plazo en la deuda externa, descalces moderados de monedas y de plazos, inversión pública sostenida en capital humano, una elevada y eficiente inversión en capital físico, tipos de cambio y de interés reales correctos, un elevado ahorro interno, una activa regulación y supervisión prudencial y transparencia del sistema financiero. Es cierto que parecieran ser demasiados requisitos; por eso es que el desarrollo sustentable es excepcional: pocas naciones lo logran.

En períodos de auge, las autoridades deben acumular recursos en fondos de estabilización, mejorar el balance fiscal, incrementar las reservas internacionales, prepagar deuda externa, evitar la apreciación cambiaria y regular las entradas de capital. En los períodos recesivos, en cambio, deben: (i) mantener un equilibrio fiscal ‘estructural’ (reconociendo que durante la recesión la recaudación de impuestos es anormalmente baja y que, en tales circunstancias, el gasto público no debe seguir a los

impuestos en su tendencia descendente, ¡y viceversa durante el auge!), (ii) estimular la demanda efectiva<sup>25</sup>, con políticas reasignadoras del gasto cuando la actividad interna está claramente por debajo de la capacidad productiva (Ffrench-Davis, 2005, cap. II).

Un severo obstáculo a las políticas anticíclicas ha sido la apertura indiscriminada de la cuenta de capitales durante los períodos de auge. Durante los ciclos recesivos, la adopción de políticas fiscales y monetarias restrictivas –sugerencia de las IFIs y de los agentes financieros– ha tendido a acentuar y prolongar la depresión de la actividad económica en varias EES y a generar una significativa brecha de capacidad productiva.

En efecto, una macroeconomía para el crecimiento exige políticas nacionales eficaces y eficientes. Ciertamente, los grados de libertad en una economía globalizada (pero también incompleta y desigual) en aumento están más limitados que antes, pero aún deja espacio suficiente para elegir entre una gran variedad de caminos para hacer globalización y capturar efectivamente beneficio neto con ella. Las políticas económicas pasivas o neutrales –Chile antes de la crisis del año 1982, México en la primera mitad de la década pasada y Argentina durante toda ella– han probado ser extremadamente costosas para las EES, debido a que aumentan la vulnerabilidad ante las crisis externas.

Por el contrario, las políticas prudenciales –tales como los controles selectivos de capital establecidos en Chile y Colombia en los años noventa (ver cap. IV, en este volumen) pueden reducir la vulnerabilidad externa y dejar espacio para políticas monetarias y cambiarias anticíclicas. Incluso, una vez que ha estallado una crisis, las políticas internas pueden contribuir a minimizar sus efectos negativos y a acelerar la recuperación económica. Corea y Malasia, dos países que se comportaron relativamente bien después de sus severas crisis, siguieron diferentes políticas, pero ambos desarrollaron políticas macroeconómicas anticíclicas activas y consistentes (ver Mahani, Shin y Wang, 2004), en contraste con la mayoría de las EES –especialmente las de América Latina.

#### e) Globalización financiera y gobernabilidad

Existe una creciente dualidad, preocupante para la democracia, en áreas que competen a las autoridades de las EES. La creciente complejidad y globalización del sistema económico está aumentando la distancia entre quienes toman las decisiones (autoridades y agentes financieros) y quienes sufren sus consecuencias (trabajadores, empresas, autoridades locales, el ingreso tributario). Según hemos señalado, en este

---

25. Tanto Corea como Malasia ofrecen claros ejemplos de estímulo monetario y fiscal a la demanda agregada, además de una importante devaluación, para recuperar la actividad económica luego de sus respectivas recesiones de 1998 (Mahani, Wang y Shin, 2004).

proceso de globalización, los expertos en intermediación financiera –con un entrenamiento microeconómico– han sido determinantes, en muchos casos, del entorno macroeconómico nacional y de su volatilidad.

Con la integración financiera internacional, muchos líderes políticos de los países emergentes están viviendo un *síndrome de doble electorado* (Pietrobelli y Zamagni, 2000; Stiglitz, 2001): por un lado, las autoridades políticas son elegidas por los ciudadanos de sus países y se comprometen a implementar un programa diseñado con anterioridad a su elección, y, por otro, buscan –después de haber sido elegidas democráticamente– el apoyo de aquellos que ‘votan’ por sus inversiones financieras (no necesariamente inversiones productivas, o incluso a expensas de éstas). Los ciclos recientes en los mercados financieros han revelado una notoria contradicción entre ambos planos, en una suerte de juego de suma negativa, con excesivas brechas de subutilización de la capacidad productiva y una deprimida formación de capital.

En síntesis, lo que es ‘irracional’ y evidentemente ineficiente desde la perspectiva de la asignación de recursos y de la productividad total de factores, es que las decisiones de las autoridades –que debieran ser adoptadas teniendo en cuenta horizontes de largo plazo, buscando un crecimiento sostenible con equidad– se guíen por las recomendaciones de los expertos en microfinanzas, que conducen a un estado de ‘exuberancia irracional’ (para usar la expresión de Greenspan). Las autoridades económicas deben velar por el mantenimiento del conjunto de equilibrios macroeconómicos ‘reales’ –funcionales para el crecimiento de largo plazo–, para lo cual deben evitar, durante los períodos de oferta masiva de capital externo, adentrarse en *zonas de vulnerabilidad*, pues una vez en ellas, la aplicación de políticas anticíclicas, tan útiles –y aliviadoras– en los períodos de restricción externa, resulta imposible, sin un traumático ajuste recesivo de por medio, como lo experimentó Argentina.

#### REFERENCIAS

- Agosin, M. (1998), “Entrada de capitales y desempeño de la inversión: Chile en los años noventa”, en Ffrench-Davis y Reisen (1998).
- BID (2004), *Good Jobs Wanted: Labor Markets in Latin America*, cap. 4, Washington D.C.
- Barro, R. y X. Sala-i-Martin (1995), *Economic Growth*, McGraw-Hill, Nueva York.
- Bhagwati, J. (2004), *In Defense of Globalization*, Oxford University Press, Nueva York.
- \_\_\_\_\_ (1998), “The capital myth: The difference between trade in widgets and dollars”, *Foreign Affairs*, mayo-junio.
- Banco Mundial (2003), *Inequality in Latin America and the Caribbean: Breaking with History?*, cap. 8, Washington D.C.
- Calvo, G. (1998), “Varieties of capital-market crises”, en G. Calvo y M. King (eds.), *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy*, MacMillan, Londres.
- \_\_\_\_\_ y E. Mendoza (2000) “Rational contagion and the globalization of securities markets”, en *Journal of International Economics*, 51.

- Cepal (2003), *Globalización y desarrollo. Una reflexión desde América Latina y el Caribe*, J. A. Ocampo y J. Martín (eds.), Cepal/Alfaomega, Bogotá.
- \_\_\_\_\_ (2001) *Creecer con estabilidad: el financiamiento del desarrollo en el nuevo contexto internacional*, Cepal/Alfaomega, Bogotá.
- \_\_\_\_\_ (1998), *América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, segunda edición, revisada y actualizada, Fondo de Cultura Económica, Santiago y México, D.F.
- Devlin, R. (1989), *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton University Press, Princeton.
- Díaz-Alejandro, C. F. (1985), "Goodbye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, Vol. 19, N° 1/2, septiembre-octubre.
- Dodd, R. (2003), "Derivatives, the shape of international capital flows and the virtues of prudential regulation", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2003).
- Easterly, S. y L. Servén (2003), eds., *The Limits of Stabilization*, Stanford University Press, Palo Alto, California.
- Eichengreen, B. (2003), *Capital Flows and Crises*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Ffrench-Davis, R. (2005), *Para reformar las reformas en América Latina: macroeconomía, comercio y finanzas*, Cepal/Mayol, Bogotá.
- \_\_\_\_\_ (2003a), *Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad: tres décadas de política económica en Chile*, 3ª edición, J. C. Sáez editor, Santiago.
- \_\_\_\_\_ (2003b), "Financial crises and national policy issues: An overview", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2003).
- \_\_\_\_\_ y H. Reisen (1998), eds., *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, McGraw-Hill, Santiago, segunda edición.
- \_\_\_\_\_ y J. A. Ocampo (2001), "La globalización de la volatilidad financiera", en R. Ffrench-Davis (ed.), *Crisis financieras en países 'exitosos'*, McGraw-Hill Interamericana, Santiago.
- \_\_\_\_\_ y S. Griffith-Jones (2003), *From Capital Surges to Drought*, Palgrave/Wider, Londres.
- \_\_\_\_\_ y H. Tapia (2004), "Macroeconomics for Growth in Emerging Economies", preparado para Macroeconomic Task Force, IPD, Columbia University.  
([http://www-1.gsb.columbia.edu/ipd/macropapers/1.1.c\\_FfrenchDavis-Macroforgrowth6\\_25\\_04.doc](http://www-1.gsb.columbia.edu/ipd/macropapers/1.1.c_FfrenchDavis-Macroforgrowth6_25_04.doc))
- \_\_\_\_\_ y L. Villar (2005), "Estabilidad macroeconómica real y la cuenta de capitales en Chile y Colombia", en este volumen.
- Fischer, S. (1993), "The role of macroeconomic factors in growth", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, No. 3.
- FMI (1998), *World Economic Outlook, 1998. Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability*, Capítulo VII, Washington, D.C., mayo.
- Frenkel, R. (2004), "From the boom in capital inflows to financial traps", preparado para Capital Account Liberalization Task Force, IPD, Columbia University.  
([http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Frenkel5\\_3\\_04.pdf](http://www0.gsb.columbia.edu/ipd/pub/Frenkel5_3_04.pdf))
- \_\_\_\_\_ y J. Ros (2005), "Desempleo, políticas macroeconómicas y flexibilidad del mercado laboral: Argentina y México en los noventa", en este proyecto.



- Gourinchas, P.O. y O. Jeanne (2004), "The elusive gains from international financial integration", *Working Paper No. 04/74*, Departamento de Investigaciones, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C., mayo.
- Harberger, A. (1985), "Observations on the Chilean economy, 1973-83", *Economic Development and Cultural Change* 33, abril.
- Kindleberger, Ch (1978), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crisis*, Basic Books, Nueva York.
- Krugman, P. (2000), "Crises: The price of globalization?", en Federal Reserve Bank of Kansas City, *Symposium on Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, Jackson Hole, Wyoming, 24-26 de agosto.
- \_\_\_\_\_ (1999), "Balance sheets, the transfer problem, and financial crises", en P. Izard, A. Razin y A. Rose (eds.), *International Finance and Financial Crises*, Dordrecht, Países Bajos, Kluwer.
- Kuczynski, P. y J. Williamson (2003), eds., *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Mahani, Z., K. Shin y Y. Wang (2004), "Ajustes macroeconómicos y la economía real en Corea y Malasia desde 1997", documento de trabajo, Proyecto Cepal sobre *Volatilidad, globalización financiera y crecimiento en economías emergentes*, apoyado por la Fundación Ford, Santiago.
- Maddison, A. (2001) *The World Economy: A Millennial Perspective*, OECD Development Centre, París.
- Marfán, M. (2005), "Fiscal policy efficacy and private deficits: A macroeconomic approach", en J. A. Ocampo (ed.), *Rethinking Development Challenges*, Stanford University Press, Palo Alto, California.
- Morley S., R. Machado y S. Pettinato (1999), "Indexes of structural reform in Latin America", Cepal, Santiago.
- Obstfeld, M. (1998), "The global capital market: Benefactor or menace?", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12 (otoño).
- \_\_\_\_\_ (1994), "Risk-taking, global diversification and growth", *American Economic Review*, Vol. 84.
- Ocampo, J. A. (2005), "Los caminos para superar las frustraciones de crecimiento de América Latina: los nexos macro y mesoeconómicos", en este volumen.
- \_\_\_\_\_ (2003), "Capital account and counter-cyclical prudential regulations in developing countries", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2003).
- \_\_\_\_\_ S. Zamagni, R. Ffrench-Davis y C. Pietrobelli (2000), eds., *Financial Globalization and the Emerging Economies*, Cepal/Instituto Jacques Maritain, Santiago.
- Persaud, A. (2003), "Liquidity black holes", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2003).
- Pfaff, W. (2000), "A challenge to globalization theory", en Ocampo y otros (2000).
- Pietrobelli, C. y S. Zamagni (2000), "The emerging economies in the global financial market: Some concluding remarks", en Ocampo y otros (2000).
- Prasad, E., K. Rogoff, S. Wei y M. Kose (2003), "Effects of financial globalization on developing countries: Some empirical evidence", IMF *Occasional Paper* No. 220, septiembre.

- Reisen, H. (2003), "Ratings since the Asian crisis", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2003).
- Rodrik, D. (2003), "Growth strategies", *NBER Working Paper* 10050, octubre.
- \_\_\_\_\_ (2001), "¿Por qué hay tanta inseguridad económica en América Latina?", *Revista de la Cepal*, No. 73, Santiago, abril.
- \_\_\_\_\_ (1998), "Who needs capital account convertibility?", en P. Kenen (ed.), *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, *Princeton Essays in International Finance*, N° 207.
- \_\_\_\_\_ y A. Velasco (2000), "Short-term capital flows", *Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*, Banco Mundial, Washington, D.C.
- Ros, J. (2000), *Development Theory and Economics of Growth*, The University of Michigan Press, Ann Arbor.
- Schmidt-Hebbel, K., L. Servén y A. Solimano (1996), "Savings and investment: Paradigms, puzzles, policies", *World Bank Research Observer*, Vol. 11.1, Washington, D.C.
- Stallings, B. y W. Peres (2000), *Crecimiento, empleo y equidad: el impacto de las reformas económicas en América Latina y el Caribe*, Fondo de Cultura Económica/Cepal, Santiago.
- Stiglitz, J. (2002), "Information and the change in the paradigm in economics", *American Economic Review*, junio.
- \_\_\_\_\_ (2001), "More instruments and broader goals: Moving toward the Post-Washington Consensus", en H. Chang (ed.), *The Rebel Within*, Wimbledon Publishing Company, Londres. Originalmente presentado en la Wider Annual Lecture, Helsinki, enero 1998.
- \_\_\_\_\_ (2000), "Capital market liberalization, economic growth and instability", *World Development*, Vol. 28, N° 6, junio.
- \_\_\_\_\_ (1998), "The role of the financial system in development", en World Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean, San Salvador, junio.
- Tytell, I. y S. Wei (2004), "Does financial globalization induce better macroeconomic policies?", *Working Paper* WP/04/84, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C.
- Unctad (2003), *Foreign Investment Report 2003*, Naciones Unidas, Ginebra.
- Uthoff, A. y D. Titelman (1998), "La relación entre el ahorro externo y el ahorro nacional en contextos de liberalización financiera", en R. Ffrench-Davis y H. Reisen (1998).
- Williamson, J. (2003a), "Overview: An agenda for restarting growth and reform", en Kuczynski y Williamson (2003).
- \_\_\_\_\_ (2003b), "Proposals for curbing the boom-bust cycle in the supply of capital to emerging markets", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2003).
- Zahler, R. (2005), "Estabilidad macroeconómica e inversiones de los fondos de pensiones: el caso de Chile", en este volumen.

## Capítulo II

### LOS CAMINOS PARA SUPERAR LAS FRUSTRACIONES DE CRECIMIENTO DE AMÉRICA LATINA

*José Antonio Ocampo\**

#### INTRODUCCIÓN

Mientras las moderadas tasas de crecimiento económico que se registraron entre 1990 y 1997 generaron evaluaciones positivas de los esfuerzos de reforma de América Latina (*véase* Edwards, 1995; BID, 1997; Banco Mundial, 1997), el retorno a tasas muy bajas en 1998-2003 (un fenómeno que Cepal caracterizó en el 2002 como una nueva “media década perdida”), ha motivado una amplia re-evaluación de las conclusiones previas (Cepal, 2001a; Kuczynski y Williamson, 2003). La nueva estrategia de desarrollo ha sido efectiva en generar dinamismo exportador, atraer Inversión Extranjera Directa (IED) y aumentar la productividad en empresas y sectores líderes. En la mayoría de los países, las tendencias inflacionarias y los déficit presupuestarios han sido efectivamente controlados y ha aumentado la confianza en las autoridades macroeconómicas. Sin embargo, el crecimiento económico ha sido lamentablemente bajo y volátil, y el ahorro y la inversión nacionales han continuado deprimidos. El desempeño de la productividad total de los factores ha sido deficiente, principalmente como consecuencia de la subutilización de tanto el capital físico como de la fuerza de trabajo disponibles. El incremento del dualismo productivo y del mercado laboral ha sido uno de los efectos más distintivos del proceso de reformas. La expansión de las empresas de “clase mundial” (muchas de ellas subsidiarias de multinacionales) ha coincidido, en efecto, con una creciente cesantía e informalidad laboral.

En este trabajo se evalúa el magro crecimiento del período de reformas, tanto en relación con el comportamiento macroeconómico como del sectorial (meso-económico). La sección 1 analiza el desempeño macroeconómico y los vínculos entre crecimiento y liberalización económica. En la sección 2 se considera la evolución sectorial. Finalmente, en la sección 3 se presenta una interpretación estructuralista de esta evidencia.

---

\* El autor agradece los valiosos comentarios recibidos en dos seminarios internacionales organizados por la Cepal.

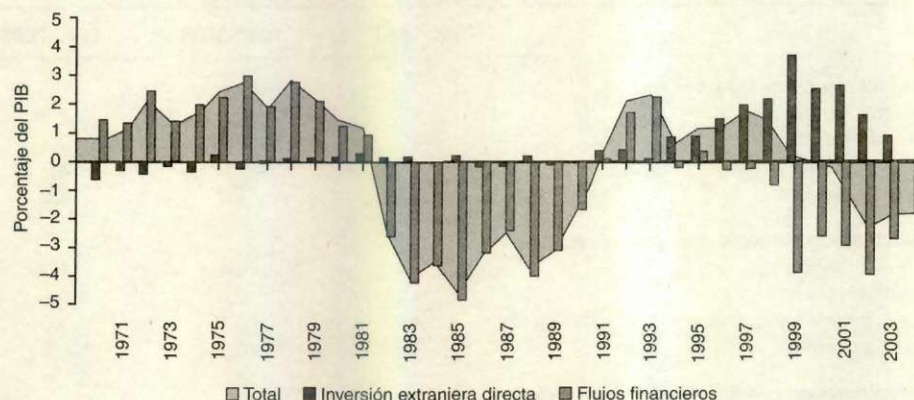
## 1. DESEMPEÑO MACROECONÓMICO

El avance económico más destacado de los años noventa fue la creciente confianza en las autoridades macroeconómicas de la región, generada por las mejoras en los balances fiscales y por la reducción de las tasas de inflación. En promedio, los déficit presupuestarios del Gobierno Central experimentaron una baja significativa en la segunda mitad de los años ochenta, permanecieron en un rango medio de 1% a 2% del PIB durante gran parte de la década siguiente, y sólo volvieron a aumentar hasta niveles de aproximadamente 3% a partir de 1999. El progreso en esta área ha sido desigual en la región, tal como demuestran las crisis fiscales que han afectado a algunos países en los últimos años y los altos índices de endeudamiento del sector público que continúan siendo característicos de varios países. El avance en la lucha contra la inflación ha sido, en cambio, más uniforme y duradero. La inflación promedio en América Latina cayó paulatinamente hasta 2001, cuando alcanzó índices de un dígito en la mayoría de los países. Los retrocesos en 2002, cuando la inflación promedio aumentó por primera vez en una década, se concentraron en unos pocos países y fueron seguidos por una nueva reducción en 2003.

Sin embargo, la expectativa de que los avances en materia fiscal y el control de la inflación se reflejarían en acceso a flujos estables de capital externo, altas tasas de inversión y fuerte crecimiento económico no se materializó. Por su parte, el acceso a los mercados de capitales internacionales fue evidente en los años noventa. Como indica el gráfico II.1, a comienzos de esa década hubo un vuelco de transferencias netas de recursos de negativas a positivas. Los flujos financieros jugaron un papel fundamental al inicio de esta reversión, pero fueron remplazados por la IED desde mediados de los noventa. La crisis asiática generó un retorno a las grandes transferencias negativas de los flujos financieros, en magnitudes similares a aquellas de los años ochenta. La IED actuó como un factor compensatorio hasta 2001, pero su brusca caída en 2002-03 generó, por primera vez en más de una década, una transferencia negativa de recursos netos totales.

Durante la segunda mitad de los ochenta, el crecimiento económico caracterizó el desarrollo de sólo unas pocas economías latinoamericanas. Fue recién iniciada la década de los noventa que tuvo lugar un proceso más generalizado de crecimiento en la región, a lo cual sin duda contribuyó el acceso renovado a los flujos de capital; éstos facilitaron la instrumentación de reformas estructurales y de políticas de estabilización ancladas al tipo de cambio; a su vez, el auge del financiamiento externo fue facilitado por las reformas (mediante regulaciones más liberales de la cuenta de capitales y privatizaciones, todo lo cual indujo mayores flujos de IED). No obstante, los flujos de capital –y, particularmente, los *flujos financieros*– fueron determinantes importantes de las fluctuaciones del crecimiento económico, en especial de los episodios de desaceleración económica ocurridos en 1995, y entre 1998 y 2003. Por consiguiente, aunque el comercio y factores internos también desempeñaron un papel en la evolu-

**Gráfico II.1**  
TRANSFERENCIAS NETAS DE RECURSOS, 1970-2003



**Fuente:** Cepal, sobre la base de datos del FMI.

ción económica después de las reformas, las fluctuaciones en la cuenta de capital constituyeron el principal determinante del ciclo económico en América Latina.

El crecimiento regional ha sido frustrantemente bajo. Entre 1990 y 2003, la región creció a una tasa anual promedio de sólo 2,6% (0,9% per cápita), mientras que en el período 1950-1980 lo hizo a un promedio de 5,5% anual (2,7% per cápita) (cuadro II.1). La transición demográfica afectó adversamente las tendencias del crecimiento per cápita durante el período de industrialización dirigido por el Estado (o sustitución de importaciones), mientras lo contrario aconteció durante los noventa, cuando la región se benefició de un “bono demográfico”. Ello se refleja en el hecho de que la fuerza laboral creció en los noventa a tasas similares a las del período 1950-1980. En consecuencia, como lo muestra el cuadro II.1, el PIB por trabajador activo se desaceleró más fuertemente que el PIB per cápita, lo cual es consistente con otras medidas de desempeño de la productividad (ver la sección 3).

El manejo de la política macroeconómica ha sido en parte responsable de la sensibilidad del crecimiento económico a los flujos de capital, de algunos rasgos del proceso de restructuración productiva y de la propensión a las crisis financieras internas. En efecto, un rasgo particular del período de reformas ha sido el peso que han tenido los *desestabilizadores automáticos* (Stiglitz, 2003) asociados a déficit *privados* cubiertos con endeudamiento externo (más que a mayor deuda externa *pública*), lo cual ha generado tensiones entre las políticas macroeconómicas y los objetivos de las reformas. En particular, la tendencia a la apreciación del tipo de cambio real que caracterizó a los períodos de abundancia de financiamiento externo fue, en parte, responsable de los problemas de ajuste enfrentados por los sectores productores de

**Cuadro II.1**  
CRECIMIENTO Y VOLATILIDAD EN AMÉRICA LATINA, 1950-2003

	1950-1980	1980-2003	1990-2003
<b>Crecimiento promedio del PIB</b>			
Promedio ponderado	5,5	2,0	2,6
Promedio simple	4,8	2,0	2,9
Países grandes y medianos	5,2	2,0	2,7
Países pequeños	4,5	2,1	3,0
<b>Crecimiento promedio PIB per cápita</b>			
Promedio ponderado	2,7	0,1	0,9
Promedio simple	2,1	0,0	0,9
Países grandes y medianos	2,4	0,1	1,0
Países pequeños	1,8	-0,1	0,8
<b>Crecimiento promedio PIB por trabajador</b>			
Promedio ponderado	2,7	-0,7	0,0
Promedio simple	2,4	-0,9	0,0
Países grandes y medianos	2,7	-0,9	0,0
Países pequeños	2,2	-0,9	-0,1
<b>Volatilidad del crecimiento del PIB</b>			
Promedio ponderado	1,4	2,2	1,9
Promedio simple	3,8	4,1	3,3
Países grandes y medianos	3,4	4,6	3,9
Países pequeños	4,2	3,8	2,9
<b>ICOR</b>			
Promedio simple <sup>a/</sup>	3,8	9,5	6,8

**Fuente:** Cepal.

Países grandes y medianos: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú y Venezuela.

a/ Excluye Venezuela.

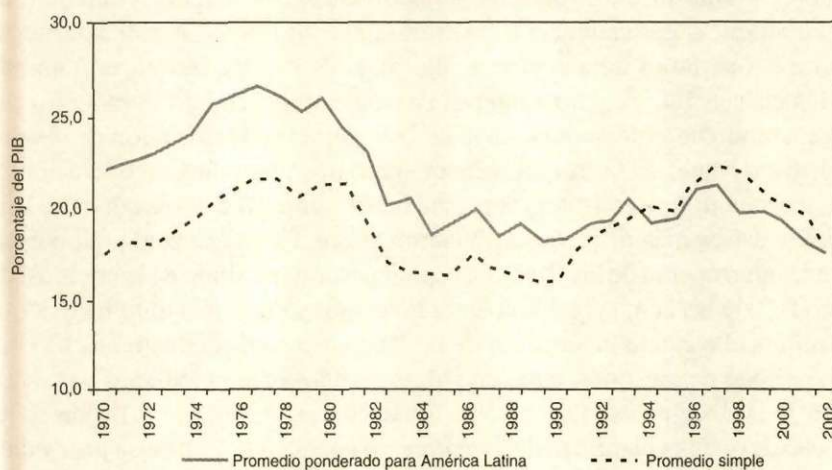
bienes y servicios comercializables internacionalmente en varios países, así como de los ataques especulativos y del acentuado riesgo de crisis financieras internas que tuvieron lugar en respuesta a una súbita detención de los flujos de capital. Asimismo, la tendencia a adoptar políticas –fiscales y, especialmente, monetarias y crediticias–procíclicas –que alientan un mayor endeudamiento y bajas tasas de interés en los períodos de expansión, y una drástica contracción monetaria y altas tasas de interés durante las crisis–, ha sido una causa notoria del inestable crecimiento económico y de las crisis financieras nacionales. Cerca de la mitad de los países de América Latina experimentó crisis financieras internas durante los años noventa, que absorbieron considerables recursos fiscales y cuasifiscales, y afectaron el funcionamiento de los sistemas financieros, a veces durante períodos de tiempo prolongados (Cepal, 2001a, cap. 3, y 2001b; Ffrench-Davis, 2003; Ocampo, 2003b).

La dependencia del financiamiento externo estuvo también asociada con un deterioro *estructural* en la relación (*trade-off*) términos de intercambio/crecimiento (véase más adelante) y con un alto grado de sensibilidad de la balanza comercial a la actividad económica. La tendencia a sustituir el ahorro interno por el externo, que caracteriza a los períodos de abundancia de flujos de capital, desempeñó un papel similar. Más en general, el ahorro interno permaneció deprimido durante los años noventa, generando una fuerte dependencia de los niveles de inversión de los montos de ahorro externo. Las tasas de inversión experimentaron una recuperación parcial —particularmente si se considera el promedio simple en vez del ponderado, lo que indica que los países más pequeños lo hicieron mejor a este respecto—, pero ésta se detuvo con la interrupción de los flujos de capital desde el estallido de la crisis asiática (ver gráfico II.2). Más aún, la relación entre inversión y crecimiento se ha deteriorado, como refleja el elevado incremento de la relación capital/producto que ha caracterizado el período de reformas, tanto en países grandes como medianos y pequeños (ver cuadro II.1). Este aspecto no ha sido analizado extensamente y puede reflejar tanto el hecho de que la volatilidad del crecimiento conlleva una alta tasa promedio de subutilización de la capacidad productiva que se traduce en una reducción de la productividad de la inversión (Ffrench-Davis, 2005), como la significativa destrucción de capital que generaron las reformas; en algunos países, éstas se tradujeron igualmente en una mayor intensidad de capital en sectores líderes. Como veremos, estos resultados cuestionan el pretendido nexo entre reformas, clima efectivo para la inversión y eficiencia de la misma.

Esta combinación de resultados sugiere que las políticas macroeconómicas deberían basarse en una definición más amplia de estabilidad, que reconozca la inexistencia de una correlación única entre sus definiciones alternativas y que existen, por tanto, disyuntivas insalvables en el diseño de dichas políticas. De hecho, la evidencia disponible para varios países indica que todas las formas de inestabilidad macroeconómica —inflación alta, inestabilidad real y frecuencia de crisis financieras nacionales— tienen un efecto adverso sobre el crecimiento económico (Loayza *et al.*, 2002).

Dos lecciones del período histórico reciente son particularmente importantes a este respecto. La primera es que la inestabilidad *real* tiene un costo elevado. Así, una meta de inflación excesivamente estricta podría ser tan dañina como las antiguas prácticas macroeconómicas que subestimaban los costos de la inflación. Las recesiones se traducen en una pérdida significativa de recursos, con efectos que pueden ser duraderos: el capital humano del desempleado o del subempleado puede experimentar una pérdida permanente; los niños pueden abandonar la educación para siempre y las empresas sufrir pérdidas irreparables de sus activos tangibles e intangibles (conocimiento tecnológico y organizacional, contactos comerciales, capital social acumulado y patrimonio reputacional, entre otros). La incertidumbre asociada con la variabilidad de las tasas de crecimiento podría, en consecuencia, tener efectos adver-

**Gráfico II.2**  
**INVERSIÓN FIJA COMO PORCENTAJE DEL PIB, 1970-2003**  
 (Estimada a precios de 1995)



Fuente: Cepal.

Los más fuertes en la acumulación de capital que una inflación moderada. Dicha volatilidad induce, en efecto, estrategias microeconómicas “defensivas” (aquellas orientadas a proteger los activos corporativos existentes de empresas que enfrentan un ambiente hostil), antes que de estrategias “ofensivas” conducentes a altos índices de inversión y al cambio técnico.

La segunda lección es que los déficits del sector privado son tan costosos como los del sector público. Más aún, los balances (*balance sheets*) riesgosos del sector privado pueden ser tan dañinos como los desequilibrios de flujos de fondos. En economías financieramente liberalizadas, ambos pueden interactuar en forma no lineal con los choques de la cuenta de capitales. La típica ausencia de una regulación y supervisión prudencial fuerte en las fases iniciales de la liberalización financiera es parte de la historia. Más allá de ello, sin embargo, los ciclos de auge y contracción son inherentes a los mercados financieros. Las expansiones del gasto privado y los riesgos en los balances tienden a acumularse durante los períodos de euforia financiera y son la base de las crisis, una vez que se normalizan las condiciones excepcionalmente positivas. En tales coyunturas, los agentes económicos tienden a subestimar la inconsistencia intertemporal que pudieran involucrar sus niveles de gasto y sus estrategias financieras. Cuando la crisis conduce a una explosión financiera, los costos son extremadamente altos. La pérdida de activos puede barrer con años de acumulación de capital. La socialización de las pérdidas puede ser el único camino para evitar una crisis sistémica, pero esto afectará el futuro desempeño fiscal (o cuasifiscal). Res-



taurar la confianza en el sistema financiero toma tiempo, y el mismo sector financiero desarrolla una aversión al riesgo, elemento que mina su habilidad para ejecutar sus funciones económicas básicas.

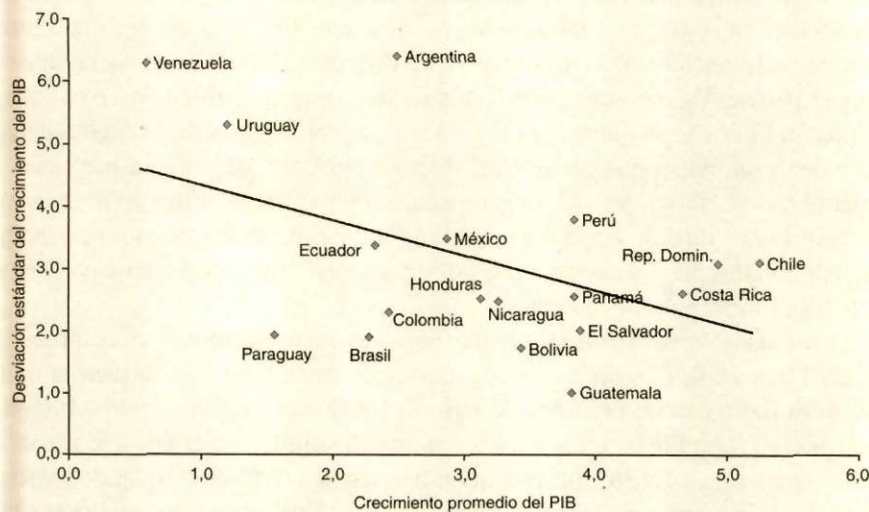
Estas dos lecciones están básicamente interconectadas, debido al efecto adverso que tiene la inestabilidad financiera sobre el ciclo económico de América Latina. Una tarea esencial de la política macroeconómica es, por tanto, hacer frente a tal inestabilidad con herramientas anticíclicas apropiadas, basadas en la combinación de los siguientes tres paquetes de políticas –cuya importancia relativa variará dependiendo de las características estructurales y de la tradición de políticas macroeconómicas de cada país: (i) políticas macroeconómicas –fiscal, monetaria y cambiaria– consistentes y flexibles, destinadas a impedir un aumento excesivo del nivel de endeudamiento por parte de los agentes públicos y privados, y a anticiparse a desequilibrios tanto de los precios macroeconómicos clave (tasas de cambio y de interés) como de los precios de los activos fijos y financieros; (ii) un sistema de regulación y supervisión prudencial que tenga una clara orientación anticíclica (más estricto en períodos de euforia financiera, a fin de contrarrestar los crecientes riesgos en que incurren los intermediarios financieros); y (iii) una política de pasivos destinada a asegurar que se mantengan perfiles de madurez apropiados en los compromisos financieros internos y externos, públicos y privados. Las regulaciones prudenciales de la cuenta de capitales (es decir, aquellas que se aplican durante períodos de euforia para evitar el endeudamiento excesivo) pueden desempeñar un papel tanto como política de pasivos que estimula flujos de largo plazo y como un instrumento que provee grados de libertad adicionales para la adopción de políticas monetarias contracíclicas (Ocampo, 2003a y 2003b; Ffrench-Davis, 2003).

Para los países en desarrollo, manejar políticas macroeconómicas contracíclicas no es una tarea fácil, debido a que los mercados financieros incentivan aumentos insostenibles del gasto en períodos de euforia financiera, seguidos por sobreajustes durante las crisis. Aún más, la globalización impone límites objetivos a la autonomía nacional y exige un alto costo ante cualquier pérdida de credibilidad cuando los instrumentos de políticas internas son mal administrados. Por esta razón, puede ser necesario que la política macroeconómica anticíclica sea apoyada por instituciones e instrumentos que ayuden a proveer credibilidad, incluyendo fondos de estabilización fiscales y bancos centrales independientes. Ello también significa que un papel esencial de las instituciones financieras internacionales, desde el punto de vista de los países en desarrollo, es contrarrestar los efectos procíclicos de los mercados financieros. Esto puede ser logrado suavizando los ciclos de auge y caída en su fuente, mediante regulaciones adecuadas, y proporcionando a los países en desarrollo de grados de libertad adicionales para adoptar políticas contracíclicas (por ejemplo, una vigilancia adecuada e incentivos para evitar la acumulación de riesgos macroeconómicos y financieros durante los períodos de euforia financiera, y mecanismos para

suavizar los ajustes en caso de interrupciones abruptas en los flujos de capital privado)<sup>1</sup>.

De cualquier modo, es claro que los ciclos financieros agudos, las políticas procíclicas y la volatilidad macroeconómica resultante explican en parte –pero ciertamente no todo– el magro crecimiento de América Latina durante el período de reformas. Este hecho es destacado en el gráfico II.3. Hay una fuerte asociación negativa entre la volatilidad macroeconómica (medida por la desviación estándar de la tasa de crecimiento del PIB) y el crecimiento, pero este nexo está influido por niveles de bajo crecimiento en economías con muy alta volatilidad del PIB (Argentina, Uruguay y Venezuela). El resto tiene una volatilidad más baja, aunque también exhibe bajos ritmos de crecimiento promedio.

**Gráfico II.3**  
VOLATILIDAD Y CRECIMIENTO, 1990-2003



Fuente: Cepal.

¿Es el grado de liberalización económica (reforma estructural, en la terminología actual) lo que explica estos resultados? Este aspecto ha sido explorado en estudios recientes, sin resultados concluyentes. La mera comparación del nivel de crecimien-

1. La relación negativa entre volatilidad y crecimiento del PIB ha sido ampliamente analizada. Ver, por ejemplo, Fatás (2002) y Ramey y Ramey (1995). Hnatkovska y Loayza (2003) subrayan la considerable intensificación de este efecto en las últimas dos décadas.

to de los últimos años con el alcanzado durante la fase de industrialización dirigida por el Estado, contradice la versión de que hay una fuerte asociación entre liberalización económica y crecimiento. Es tan sintomática la debilidad de esta asociación, que incluso quienes apoyan la liberalización económica ahora consideran los períodos de industrialización dirigida por el Estado como la “edad de oro”, y las tasas de crecimiento alcanzadas durante ese período como un objetivo para el desempeño futuro de América Latina<sup>2</sup>. Por otro lado, la evidencia antes presentada en cuanto al débil comportamiento de la inversión y a la elevada relación incremental capital-producto, cuestiona cualquier simple asociación entre la liberalización económica y una mejora en el clima y en la eficiencia de la inversión.

La evidencia proveniente de las investigaciones de la Cepal indica que los vínculos entre las reformas y el crecimiento han sido, en el mejor de los casos, débiles: el efecto de algunas reformas sobre el crecimiento fue positivo, el de otras negativo y el balance se inclina hacia un efecto neto estadísticamente insignificante. Además, incluso si sus efectos a largo plazo hubiesen sido neutrales o positivos, su impacto de corto plazo fue claramente negativo (Escaith y Morley, 2001; Stallings y Peres, 2000)<sup>3</sup>.

Estos resultados son coherentes con los de Lora y Panizza (2002) cuando se los compara con los anteriores presentados en Lora y Barrera (1998). Mientras que en el primer trabajo se estimaban fuertes efectos de las reformas sobre el crecimiento, el último sólo calculó efectos débiles y temporales.

Aunque también el Banco Mundial ha sostenido que las reformas han tenido efectos significativos sobre el crecimiento a largo plazo, lo ha hecho basándose en una investigación (Loayza *et al.*, 2002) que mide los efectos de algunas *características* de largo plazo en vez de los de las *reformas en sí mismas*. En efecto, los resultados de estos autores muestran fuertes efectos positivos de la acumulación de capital humano e infraestructura sobre el crecimiento económico de largo plazo. También revelan efectos algo más débiles de la apertura comercial y de la profundidad financiera, pero *no* hacen estimaciones acerca del impacto de las *reformas* comerciales y financieras internas.

En efecto, hay un equívoco significativo en el debate derivado de la tendencia a mezclar *reformas estructurales* destinadas a reducir el papel del sector público en la economía y a liberalizar los mercados con *políticas macroeconómicas de estabilización*, como asimismo de la tendencia a confundir *características* estructurales con *reformas* estructurales liberalizadoras. Algunos reformadores agresivos introdujeron la liberalización junto a importantes programas de estabilización (por ejemplo, Chile a mediados de los años setenta, Bolivia a mediados de los ochenta, y Argentina y Perú a comienzos de los noventa), pero este patrón estuvo lejos de ser universal. La

---

2. Ver Kuczynski y Williamson (2003), págs. 305 y 29, respectivamente.

3. Ver, además, el agudo análisis de Correa (2002).

diferencia es sustancial, en la medida que los equilibrios macroeconómicos pueden ser alcanzados con grandes diferencias en el grado de liberalización económica y, a la inversa, economías liberalizadas pueden mantener significativos desequilibrios macroeconómicos. Además, aun considerando que los equilibrios macroeconómicos son esenciales para el crecimiento, hay evidencia de que los vínculos entre reformas estructurales y crecimiento son a lo sumo débiles (Rodríguez y Rodrik, 2001). Esta última aseveración es consistente con el hecho de que algunas características estructurales afectan al crecimiento económico –por ejemplo, la acumulación de capital humano, las mejoras de infraestructura, y la apertura y profundidad financieras–, pero todas ellas pueden ser alcanzadas con marcadas diferencias en el grado de participación del sector público.

## 2. INTEGRACIÓN A LA ECONOMÍA MUNDIAL Y RESTRUCTURACIÓN PRODUCTIVA

El débil desempeño del crecimiento no puede atribuirse a la falta de éxito de la liberalización económica para alcanzar uno de sus objetivos más directos: aumentar la integración a la economía mundial. De hecho, desde 1990 hasta 2000, la región exhibió el más rápido crecimiento de volúmenes exportados en su historia (cerca del 9% anual), muy superior a la tasa alcanzada por el conjunto del comercio mundial; el retroceso de 2001-02 obviamente interrumpió este proceso, que se renovó en años más recientes. El fuerte crecimiento de las exportaciones de México explica mucho del dinamismo de las ventas externas en los noventa, pero el débil desempeño de las exportaciones brasileñas durante ese período moderó igualmente el promedio de América Latina. La mayoría de los otros países experimentó un saludable crecimiento real en las exportaciones, cercano al 8% promedio anual. Por otra parte, aunque variable en respuesta a las estrategias de las diferentes multinacionales involucradas, la IED registró un auge durante los noventa, como lo indica el gráfico II.1.

De acuerdo con los análisis de la Cepal, la integración a la economía mundial siguió dos patrones básicos de especialización, los que obedecen aproximadamente a una división “Norte-Sur” en la región (Cepal, 2004; Mortimore y Peres, 2001). El patrón del “Norte” se caracteriza por la exportación de manufacturas con un elevado contenido de insumos importados (en su forma extrema, exportaciones de *maquila*), principalmente dirigida al mercado de Estados Unidos, y que atrae IED asociada al desarrollo de sistemas de producción integrados internacionalmente. Este patrón va de la mano con exportaciones agrícolas tradicionales y nuevas exportaciones agrícolas en América Central, y con el crecimiento del turismo en los casos de México y el Caribe. En cambio, el patrón “Sur” se caracteriza por una combinación de exportaciones extrarregionales de productos básicos y de manufacturas intensivas en recursos naturales con un comercio intrarregional diversificado, muchas de las cuales son también intensivas en el uso de capital, y atrae principalmente IED vinculada a la

búsqueda de recursos naturales o al acceso a los mercados nacionales (en el caso de los servicios) y subregionales (en el de las manufacturas). En Brasil, ello va mezclado con algunas manufacturas intensivas en tecnología y servicios, y tanto en ése como en otros países, con exportaciones de manufacturas intensivas en mano de obra. Esto implica que México y algunos países de América Central y el Caribe han estado participando en mayor grado en los más dinámicos mercados mundiales de manufacturas, mientras que América del Sur se ha orientado al mercado menos dinámico de productos básicos. Sin embargo, un análisis más detallado de los datos disponibles sugiere que la mayoría de los países de América Latina se especializa en bienes que no juegan un papel dinámico en el mercado mundial —es decir, incluso los exportadores de manufacturas se concentran en segmentos no dinámicos (Cepal, 2002 y 2004). Hay también un tercer patrón de especialización, que se encuentra en Panamá y en algunas pequeñas economías de la Cuenca del Caribe, en el cual predomina la exportación de servicios (financieros, de turismo y transportes).

El contraste entre la dinámica internacionalización de las economías de América Latina y el magro desempeño del PIB es consistente con una fuerte correlación de corte transversal entre las exportaciones y el crecimiento del producto en la región (*ver* gráfico II.4.A). Así, un mayor crecimiento de las exportaciones ha conducido a un más rápido crecimiento del PIB en los países, pero el nexo entre crecimiento y exportaciones se ha debilitado en todos ellos. Este resultado puede ser interpretado como un signo de debilitamiento de los vínculos entre el comercio internacional, la IED y la producción interna (y, por tanto, el PIB), y en consecuencia contradice la tesis tan discutida en los estudios de los setenta y ochenta sobre las externalidades positivas asociadas a una mayor integración a los mercados internacionales. De hecho, aquella apunta a una reducción de los eslabonamientos tecnológicos y con el resto del PIB de los sectores exportadores —que en forma creciente se proveen de bienes y servicios intermedios en los mercados internacionales—, junto con la destrucción simultánea de los eslabonamientos productivos generados por sectores de sustitución de importaciones que han sido incapaces de reconvertirse a actividades exportadoras o que solamente han podido hacerlo mediante un incremento de su componente importado. El *outsourcing* de empresas multinacionales, incluso en sectores no transables (por ejemplo, servicios) han contribuido a debilitar aún más sus eslabonamientos internos.

Por tanto, en un sentido significativo, muchos sectores internacionalizados tienen un creciente componente de “enclave”: participan activamente en transacciones internacionales, pero mucho menos en la generación de valor agregado interno. De hecho, los sectores intensivos en recursos naturales del patrón “Sur” de especialización podrían aportar más oportunidades para la formación de producción interna y nexos tecnológicos, que las actividades de ensamble características del patrón “Norte” (*ver* Cepal, 2003, cap. III; y Banco Mundial, 2002).

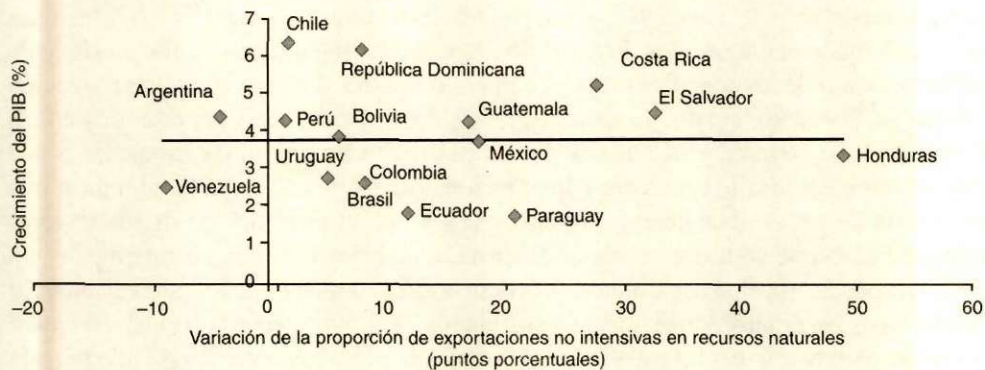
Una forma particular como estas transformaciones han afectado los agregados macroeconómicos es por sus efectos sobre la relación crecimiento económico/déficit

**Gráfico II.4**  
PATRONES DE ESPECIALIZACIÓN, EXPORTACIONES Y CRECIMIENTO  
DEL PIB, 1990-2000

A. Exportaciones y crecimiento del PIB



B. Variación de la proporción de exportaciones no intensivas en recursos naturales y crecimiento del PIB

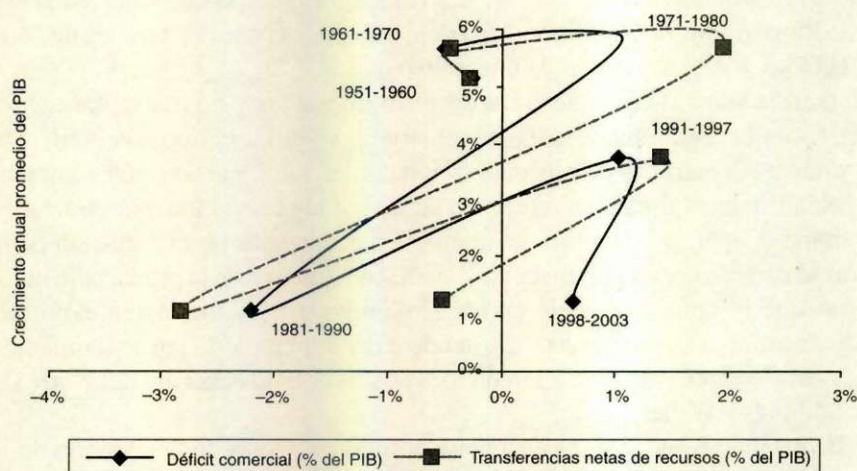


Fuente: Cepal.

comercial<sup>4</sup>. El déficit comercial tendió a aumentar durante el período 1991-1997, alcanzando niveles comparables con aquellos de los años setenta, pero con tasas de crecimiento dos puntos porcentuales más bajas que las registradas en esa década (ver gráfico II.5). Este fue el resultado conjunto de cambios *estructurales* en las actividades de producción generados por la liberalización económica –incluyendo vínculos domésticos más débiles entre los sectores internacionalizados– y de políticas

4. Véase un análisis similar en Unctad (1999), donde se indica que este deterioro ha ocurrido para todo el mundo en desarrollo, con la excepción de China y algunas otras economías asiáticas.

**Gráfico II.5**  
RELACIÓN DE CORRESPONDENCIA ENTRE LA BALANZA COMERCIAL  
Y EL CRECIMIENTO, 1951-2003



Fuente: Cepal.

*macroeconómicas* de corto plazo sesgadas hacia la apreciación cambiaria real generada por influjos masivos de capital. La fuerte dependencia de un financiamiento externo volátil fue un efecto pero también una causa de este deterioro. Este empeoramiento del *trade-off* crecimiento/déficit comercial es aún peor si se usa como punto de referencia a los años cincuenta y sesenta, cuando el crecimiento rápido estuvo acompañado de pequeños excedentes comerciales. Este proceso empeoró más durante 1998-2003, cuando el déficit comercial permaneció obstinadamente alto a pesar del lento crecimiento económico.

Un efecto paradójico de las políticas orientadas a una mayor integración a la economía mundial fue el dinamismo relativo de los sectores productores de bienes y servicios comercializables internacionalmente *versus* los no transables en muchos países (Cepal, 2001a, caps. 4 y 5; Stallings y Peres, 2000; Katz, 2000). Sectores no transables, como el transporte, las comunicaciones, la energía, los servicios financieros y la construcción, fueron de hecho dinámicos, particularmente durante la fase expansiva del ciclo económico regional. Entre los sectores transables, el manufacturero fue el más afectado en comparación con su propio patrón histórico previo a la crisis de la deuda. Esto fue particularmente cierto en las industrias más tradicionales, intensivas en trabajo (vestuario, calzado y manufacturas de cuero y muebles, entre otros), con la excepción de las industrias asociadas con actividades de ensamble en zonas francas (maquila). Los sectores manufactureros con mejor desempeño inclu-

yen actividades de maquila, la industria automotriz (favorecida en México por el acceso al mercado estadounidense y en América del Sur por mecanismos específicos de protección de los acuerdos de integración), algunas industrias de procesamiento de recursos naturales y ciertas actividades orientadas a los mercados internos durante los períodos de expansión de la demanda (tales como materiales de construcción, bebidas y procesamiento de alimentos).

La mezcla entre el crecimiento de sectores transables y no transables fue diversa a lo largo de la región durante los noventa y no siguió a la división Norte-Sur que caracterizó a los patrones de especialización comercial. La asociación entre patrones de especialización y dinamismo relativo de las manufacturas fue, por otra parte, bastante fuerte (Cepal, 2001a). Las economías especializadas en exportación de manufacturas se caracterizaron por un rápido crecimiento relativo de la producción industrial, mientras que lo opuesto ocurrió en las economías especializadas en exportaciones intensivas en recursos naturales. Las tendencias del empleo –particularmente en el sector manufacturero– fueron también más positivas bajo el patrón del Norte (Cepal, 2004; Stallings y Weller, 2001).

Debe resaltarse que, contrariamente a la literatura sobre la “maldición de los recursos naturales” y a la significativa evidencia del deterioro a mediano y largo plazo de los términos de intercambio de los productos básicos durante las dos décadas previas (Ocampo y Parra, 2003), ni las exportaciones ni el crecimiento del PIB total han estado asociados con algún patrón de especialización particular (gráfico II.4.B). Chile es el ejemplo más sobresaliente de un país especializado en exportaciones intensivas en recursos naturales que experimentó un rápido crecimiento de las exportaciones y del PIB en los noventa. Ecuador y Venezuela son casos opuestos. México ha extraído un crecimiento del PIB relativamente lento de su extraordinaria expansión y diversificación exportadora. En este sentido, otros exportadores de manufacturas, como Costa Rica, El Salvador y especialmente República Dominicana, tuvieron un desempeño más positivo. Como indicamos anteriormente, el alto contenido de insumos importados de las exportaciones de manufactura y la tendencia a especializarse en tareas tecnológicamente más simples dentro de los sistemas de producción internacionalmente integrados, pueden resultar en exportaciones intensivas de recursos naturales que generan más valor agregado nacional y eslabonamientos que las exportaciones de manufactura.

El lento crecimiento del PIB estuvo asociado con un pobre comportamiento de la productividad, pero las relaciones causales involucradas deben ser estudiadas cuidadosamente. Particularmente, la interpretación neoclásica utilizada en la mayor parte de los estudios sobre la materia –la cual supone que el PIB es determinado por el crecimiento de la productividad–, no es la más adecuada. Incluso en algunos de los sectores manufactureros donde la productividad aumentó, la distancia con las economías industrializadas se amplió durante los años noventa. En efecto, en un gran nú-



mero de países y actividades manufactureras, la brecha de productividad respecto de Estados Unidos disminuyó más rápidamente durante los setenta y ochenta que en los años noventa, reflejando en parte un más lento tránsito tecnológico en la industria manufacturera de este país durante las dos primeras décadas. En los niveles subsectoriales, el acortamiento de la brecha tecnológica tuvo más que ver con el ritmo de crecimiento económico en sectores y países determinados, que con los patrones de acercamiento tecnológico inducido por el proceso de reformas (Katz, 2000).

En términos más generales, las tendencias de la productividad reflejan una gran discrepancia entre la evolución positiva de esta variable en un grupo de empresas y sectores exitosos, y su pobre comportamiento a nivel agregado. El crecimiento de la productividad total de factores (PTF) disminuyó en relación con su ritmo previo a la crisis de la deuda (*ver* Hofman, 2001, y cuadro II.2). Más aún, el análisis del efecto conjunto de la productividad y las elasticidades del comercio sugiere que la reducción de la brecha tecnológica respecto de la frontera mundial no fue suficiente para compensar el extraordinario incremento en la elasticidad/ingreso (bruta) de la demanda por importaciones, con el consecuente deterioro del multiplicador del comercio (razón entre brecha tecnológica y elasticidad de importaciones), generando así efectos globales adversos sobre el crecimiento (Cimoli y Correa, 2005). La desaceleración que experimentó la productividad del trabajo fue más aguda, como lo muestra el cuadro II.1. El incremento del desempleo y en especial del subempleo, debido principalmente al magro crecimiento económico total, afectó a la productividad laboral agregada. El desempeño global de la productividad refleja el hecho de que el empleo, el capital y la capacidad tecnológica —e incluso a veces la tierra— desplazados de los sectores y empresas que estaban siendo objeto de una reestructuración productiva no fueron adecuadamente reubicados en sectores dinámicos.

Estos patrones de comportamiento de la productividad reflejan uno de los rasgos principales de los procesos de reestructuración productiva que caracterizaron a la región durante el período de la reforma: la mayor diversidad de sectores y agentes productivos al interior de cada economía —dualismo creciente o “heterogeneidad estructural”, para usar la terminología tradicional de la Cepal. Esto indica que las expectativas de que el incremento de la productividad en los sectores internacionalizados se expandiría a toda la economía, permitiendo así un rápido crecimiento económico global, probaron ser excesivamente optimistas. La productividad sí aumentó en las empresas y sectores dinámicos, y la competitividad externa, la IED y las privatizaciones jugaron un papel importante en ese proceso. Sin embargo, contrariamente a las expectativas de los reformadores respecto de los eslabones neoclásicos, estos choques positivos de productividad no se diseminaron, sino que incluso condujeron a una mayor dispersión en los niveles de productividad relativa al interior de estas economías.

**Cuadro II.2**  
PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES, 1950-2002

	1950-1980	1980-1990	1990-1997	1997-2000	1990-2002
Argentina					
PTF	1,2	-2,2	4,6	-4,5	0,7
PTFDA	0,6	-2,9	3,9	-5,2	0,0
Bolivia					
PTF	1,6	-1,9	1,3	-0,2	0,7
PTFDA	0,5	-2,9	-0,2	-1,5	-0,5
Brasil					
PTF	2,6	-1,5	0,0	-0,3	-0,1
PTFDA	1,4	-2,2	-0,8	-1,4	-1,0
Colombia					
PTF	2,4	0,6	1,6	-1,2	0,4
PTFDA	1,4	-0,8	0,6	-1,7	-0,4
Costa Rica					
PTF	2,3	-1,1	1,2	1,0	1,1
PTFDA	1,3	-2,0	0,1	-0,2	0,0
Chile					
PTF	1,6	0,5	4,6	-0,5	2,4
PTFDA	0,9	-0,6	3,8	-1,1	1,7
Ecuador					
PTF	3,0	-1,6	0,8	-1,8	-0,3
PTFDA	1,9	-2,6	0,0	-2,5	-1,0
México					
PTF	1,9	-1,4	-0,2	-0,5	-0,3
PTFDA	0,5	-1,9	-0,7	-1,7	-1,1
Perú					
PTF	1,8	-3,7	2,9	-1,0	1,2
PTFDA	0,9	-4,7	2,5	-1,4	0,9
Venezuela					
PTF	1,9	-1,4	2,2	-2,2	0,3
PTFDA	0,5	-2,7	1,4	-2,7	-0,3
América Latina					
Promedio simple					
PTF	2,0	-1,4	1,9	-1,1	0,6
PTFDA	1,0	-2,3	1,1	-1,9	-0,2
Promedio ponderado (PIB 2001 a precios de 1995)					
PTF	2,1	-1,4	1,1	-1,1	0,2
PTFDA	1,0	-2,2	0,4	-2,0	-0,6

Fuente: Hofman (2001) y datos entregados por el autor.  
PTFDA: Productividad total de los factores doblemente acrecentada.

### 3. UNA INTERPRETACIÓN ESTRUCTURALISTA (Y, PARTICULARMENTE, SCHUMPETERIANA-HIRSCHMANIANA) DE LA PRESENTE RESTRUCTURACIÓN PRODUCTIVA

Tal como lo indica la evidencia expuesta anteriormente, comprender por qué el crecimiento ha sido tan frustrante en América Latina durante el período posterior a las reformas requiere observar tanto las dinámicas macroeconómicas como las estructurales. En esta sección, nos concentraremos en estas últimas, rescatando variantes históricas del estructuralismo en el pensamiento económico. Este enfoque hace énfasis en los estrechos vínculos entre la dinámica estructural, la inversión y el crecimiento económico. De acuerdo con esta visión, el crecimiento económico no es un proceso lineal, en el que “empresas representativas” crecen, o nuevas empresas representativas responden al “clima de inversiones” generado por las condiciones macroeconómicas y las reformas estructurales, sino uno más dinámico en donde algunos sectores y empresas crecen y se proyectan y otras desaparecen, transformando así completamente las estructuras económicas. Este proceso involucra un fenómeno repetitivo de “destrucción creativa” –para usar la metáfora de Schumpeter (1962, cap. VIII). No todos los sectores tienen la misma habilidad para inyectar dinamismo a la economía; esto es, de “propagar el progreso técnico”, según el concepto propuesto por Prebisch (1952). Las complementariedades (externalidades) entre empresas y entre sectores productivos, conjuntamente con sus efectos macroeconómicos y distributivos, pueden producir saltos súbitos en el proceso de crecimiento o detenerlo (Rosenstein-Rodan, 1943; Taylor, 1991; Ros, 2000), generando así fases sucesivas de desequilibrio –tal como plantea la clásica visión de Hirschman (1961). La subutilización de recursos es esencial para que se sostenga esta dinámica, por lo cual no es esperable que las economías operen a plena capacidad de empleo de sus recursos. Como la habilidad técnica y el conocimiento no están disponibles con la especificidad requerida, las empresas requieren para crecer de un intenso proceso de adaptación y aprendizaje, estrechamente ligado al aprendizaje en la producción, lo cual a su vez determina en gran medida la acumulación de habilidad técnica, comercial y organizativa –las empresas siguen en este sentido un camino evolutivo.

El tema central de esta literatura es que la dinámica de las estructuras productivas es la determinante básica de los cambios en los impulsos del crecimiento económico. Esta dinámica interactúa con un ambiente macroeconómico estable, en su definición amplia (*ver* la sección 1). Así se genera una retroalimentación positiva, que da como resultado un círculo “virtuoso” de rápido crecimiento económico o si, por el contrario, la dinámica de restructuración productiva o la estabilidad macroeconómica están ausentes, los efectos sobre el crecimiento serán negativos. Un ambiente institucional favorable y un suministro adecuado de capital humano, de capital a largo plazo y de infraestructura también juegan un papel esencial en este proceso, pero más como marco que como determinantes activos del impulso de crecimiento (Ocampo, 2005).

Desde este punto de vista, la habilidad para generar constantemente nuevas actividades dinámicas es la esencia del desarrollo exitoso. En tal sentido, dado un contexto macroeconómico e institucional propicio, el crecimiento es esencialmente un proceso *mesoeconómico*, debido a que su determinante esencial –la dinámica estructural– es un fenómeno mesoeconómico que resume la evolución conjunta de la composición sectorial de la producción, de los eslabonamientos intra e inter sectoriales, de las estructuras de mercado, del funcionamiento de los mercados de factores y de las instituciones que apoyan a todos ellos. Los cambios microeconómicos dinámicos son ingredientes necesarios, pero lo que realmente importa son los procesos que tienen lugar *en el conjunto del sistema*.

A este respecto, la dinámica de estructuras productivas puede ser visualizada como la interacción entre dos fuerzas básicas: (i) la *innovación* (el nexo Schumpeteriano), entendida como el desarrollo de nuevas actividades y nuevos modos de realizar otras ya existentes, y los *procesos de aprendizaje y difusión* que caracterizan la materialización de sus potencialidades y su diseminación a través del sistema económico, y (ii) las *complementariedades, eslabonamientos o redes* (el nexo Hirschmaniano) entre empresas y actividades productivas, y las *instituciones* requeridas para su consolidación, cuya maduración está también sujeta al aprendizaje. Como puede verse, la subutilización de recursos es esencial para garantizar una oferta elástica de factores productivos, condición esencial para que estos procesos dinámicos desplieguen plenamente sus efectos (Ros, 2000). La movilidad internacional de factores también puede contribuir a estos resultados.

Estos diferentes mecanismos proveen funciones complementarias: las innovaciones son los motores básicos del cambio; su difusión y la creación de los eslabonamientos productivos, los mecanismos por los cuales generan efectos a través del sistema; el aprendizaje y la difusión de las innovaciones y el desarrollo de complementariedades generan economías de escala dinámicas, ingrediente esencial para el incremento de la productividad; el último elemento determina la elasticidad requerida por el sistema para que el primero opere como la fuerza motriz del crecimiento económico.

La innovación incluye la “creación” de empresas y actividades productivas, pero también la “destrucción” de otras. La mezcla específica entre “creación” y “destrucción” es crucial. El término acuñado por Schumpeter (1962) –“destrucción creativa”– indica creación neta. Por supuesto que esto es esencial para el crecimiento, pero no es necesariamente el resultado esperado en cualquier lugar y momento. La actividad económica puede sufrir en algunos casos una destrucción a gran escala, y en otros un efecto mixto negativo: “creación destructiva”.

Un factor común a la mayoría de las formas de innovación es que éstas involucran la creación de conocimiento o, más explícitamente, la capacidad de aplicarlo a la producción. Por tanto, aquéllas hacen énfasis en el papel del conocimiento como fuente de poder en el mercado. Siguiendo este enfoque, el éxito en el desarrollo económico puede ser visto

como la habilidad para crear empresas capaces de aprender y apropiarse del conocimiento y de generar, en el largo plazo, nuevo conocimiento (Amsden, 2001).

En los países industrializados, el mayor incentivo para innovar proviene de las ganancias extraordinarias que pueden obtener las empresas pioneras que introducen cambios técnicos, comerciales u organizativos, que abren nuevos mercados o encuentran nuevas fuentes de materias primas. Este incentivo es necesario para compensar las incertidumbres y riesgos inherentes a la innovación, así como el alto costo en que incurren al desarrollar nuevas habilidades, debido a la naturaleza incompleta del conocimiento que poseen inicialmente y a la ausencia de complementariedades sectoriales –características que sólo poseen las actividades ya desarrolladas. En los países en desarrollo, las innovaciones están básicamente asociadas a la diseminación de nuevos productos, tecnologías, estrategias comerciales o formas de organización previamente creadas en los centros industriales. Éstos representan los “blancos móviles” que generan las ventanas de oportunidades abiertas a los países en desarrollo (Pérez, 2001). Las ganancias extraordinarias de los innovadores están generalmente ausentes y, de hecho, la producción habitualmente involucra entrar en actividades maduras con más bajos márgenes de ganancias. Por tanto, los *costos de entrada* no están vinculados al desarrollo de nuevas habilidades, sino a su proceso de adquisición, afianzamiento y adaptación, así como a la generación de información, a la creación de una reputación en los nuevos mercados y –en especial– al aprovechamiento de oportunidades para reducir los costos de irrumpir exitosamente en los canales de comercialización establecidos. Los costos de ingreso pueden resultar prohibitivos para nuevas empresas; en este caso, las posibilidades abiertas a los países en vías de desarrollo estarán limitadas a la atracción de multinacionales que deseen cambiar la ubicación de sus centros de producción.

Todos estos procesos requieren de inversión y aprendizaje. De hecho, las innovaciones están intrínsecamente ligadas a la inversión, debido a que requieren tanto de inversión física como en intangibles –particularmente tecnología de aprendizaje y diseño de estrategias de comercialización. Más aún, considerando que las actividades innovadoras son las de más rápido crecimiento en cualquier economía, requieren de grandes inversiones. Estos hechos, junto a la decreciente necesidad de inversión que caracteriza a las actividades establecidas, implican que la formación de capital global depende directamente del peso relativo que las actividades innovadoras tienen en la economía y de su intensidad de capital. Por tanto, la gran inversión está asociada a una elevada tasa de innovación y al cambio estructural.

Por otro lado, las innovaciones involucran aprendizaje. La habilidad técnica debe, de hecho, experimentar un proceso de aprendizaje y maduración que esté íntimamente ligado a la experiencia productiva. En general, para reducir las brechas tecnológicas que caracterizan a la jerarquía económica internacional –para “dar un salto”, en el estricto sentido del término– es necesaria una ambiciosa estrategia de investigación y desarrollo, y otra educativa. Los conceptos teóricos esenciales para entender

la dinámica de aprendizaje han sido suministrados por las teorías “evolutivas” del cambio técnico<sup>5</sup>. Éstas resaltan el hecho de que la tecnología es en gran medida de naturaleza tácita —es decir, no puede ser descrita o transmitida completamente— lo cual implica que no está totalmente disponible, que es imperfectamente negociable, y que la excelencia en su uso no puede darse en forma separada de la experiencia productiva, por lo que tiene un fuerte componente de “aprendizaje por experiencia”.

Dado el dualismo existente —productores situados en muy diferentes fases en la organización de la producción y de la tecnología, y con grados variables de acceso a la información y a los mercados de factores—, los países en desarrollo siempre tendrán una masa considerable de subempleo o informalidad. Podría también haber una variedad de procesos endógenos que juegan un papel fundamental en la dinámica de la inversión y el ahorro internos. Más aún, como los países en desarrollo están atrasados en las áreas de producción, tecnología y desarrollo institucional, siempre existe la posibilidad de acelerar proactivamente el aprendizaje de la tecnología y el desarrollo de las instituciones. En tales circunstancias, el predominio de las fuerzas creativas sobre las destructivas genera círculos virtuosos de crecimiento acelerado; esto se refleja en la absorción de un número creciente de trabajadores en las actividades dinámicas, la existencia de significativas oportunidades de inversión, la creación inducida de ahorro y los procesos acelerados de aprendizaje de tecnología y desarrollo de las instituciones. El predominio de las fuerzas destructivas tiene el efecto opuesto: da lugar a un círculo vicioso que lleva a una heterogeneidad estructural, que conduce a la absorción de los excedentes de mano de obra en actividades menos productivas, a la reducción de los incentivos a la inversión, a la destrucción de la capacidad de ahorro y a la pérdida de experiencia productiva, todo lo cual acentúa el retraso tecnológico y el debilitamiento de las instituciones.

A nivel agregado, estos procesos generan cambios en la productividad —del trabajo o total de factores—, dependiendo de si el dualismo crece o disminuye y del comportamiento de esta variable a nivel microeconómico. El hecho de que algunas unidades económicas estén alcanzando la frontera tecnológica gracias a los incentivos generados por un ambiente competitivo o a su propio esfuerzo de aprendizaje, *no* significa necesariamente que la productividad agregada de la economía exhibirá un grado de progreso similar. El proceso mismo puede hacer que los recursos productivos sean subutilizados o inutilizados (aumentando así el dualismo), lo cual tiene un efecto negativo sobre la productividad total.

En las últimas décadas, fuerzas externas positivas y negativas han generado tanto creación como destrucción de actividades productivas. La revolución tecnológica asociada a la ciencia informática y a las comunicaciones, la desintegración de las cadenas productivas en los países industrializados, que ha permitido exportar actividades de

---

5. Ver, especialmente, Nelson y Winter (1982); Nelson (1996); Dosi *et al.* (1988); con respecto a los países en desarrollo, ver Lall (1990); Katz y Kosacoff (2003).

ensamble a los países en desarrollo, y la creciente demanda de servicios en la industria de turismo internacional están entre los factores positivos. El debilitamiento de muchos mercados de materias primas, acompañado del deterioro del precio real de estos productos, es uno de los elementos negativos. Sin embargo, los cambios asociados con el proceso de reforma estructural han jugado un papel tanto o más decisivo.

El impacto de estos procesos ha sido disímil. Desde un punto de vista positivo, han promovido la “innovación” en la medida que las empresas se han esforzado en ser más competitivas; los equipos e insumos se han abaratado como resultado de la reducción de aranceles; las firmas han tenido un incentivo para entrar en los mercados externos; se han abierto nuevas fuentes de materias primas y se han establecido nuevas estructuras de mercado en los sectores privatizados, obteniendo en algunos casos ganancias derivadas del bajo precio de venta de aquellos bienes (es decir, considerables subsidios implícitos para los compradores) y de los inadecuados mecanismos de regulación de dichas actividades. Pero, al mismo tiempo, las economías se han visto afectadas por muchas fuerzas destructivas. Algunos sectores productivos desaparecieron por no poder competir con las importaciones; productores de bienes y servicios transables sufrieron la reducción de los fondos internos (ganancias no distribuidas), como resultado de la menor protección, la apreciación del tipo de cambio real y la pérdida de la capacidad tecnológica construida durante la fase anterior debida, entre otras cosas, al desmantelamiento de los centros de desarrollo tecnológico y laboratorios (de las empresas privatizadas). Estas situaciones se han visto agravadas por la inestabilidad macroeconómica que ha prevalecido en las dos últimas décadas.

La formación de sistemas de producción internacionalmente integrados ha dado lugar a cambios significativos en las complementariedades –debido a la desintegración de las denominadas “cadenas de valor”–, y procesos productivos antes efectuados en un lugar, hoy se realizan en muchos sitios diferentes. Como los sistemas de comunicaciones e información han mejorado, algunos factores, como la ubicación cerca de los abastecedores de insumo, han dejado de ser relevantes, mientras otros –por ejemplo, el acceso a servicios financieros y de infraestructura– han cobrado mayor importancia. En todo caso, el hecho de que la tendencia a la especialización se haya incrementado en vez de reducirse, es una prueba de que las complementariedades y el fenómeno asociado de aglomeración espacial de ciertas actividades económicas todavía desempeñan un papel importante.

A este proceso también ha contribuido el debilitamiento de muchas instituciones públicas y privadas que habían sido creadas para apoyar el desarrollo productivo durante la fase anterior. Con el rechazo de la intervención estatal en la producción, no se realizaron esfuerzos orientados a sustituirlas con nuevas instituciones. No obstante, se establecieron redes para promover las exportaciones, se crearon zonas de libre comercio, se promovió activamente el turismo, se mejoraron los mecanismos de regulación en el sector minero y algunos gobiernos alentaron el desarrollo de conglomerados productivos (*clusters*), especialmente a nivel local. Estos desarrollos sirven de

cimientos sobre los cuales los países pueden construir nuevas estrategias de desarrollo productivo para el futuro.

Como lo demuestra la evidencia presentada en la sección 2, la tendencia a subestimar el papel de las políticas orientadas al apoyo de la producción no fue “neutra” desde el punto de vista del crecimiento económico y los eslabonamientos sociales. Esta visión se refleja también en una abundante literatura según la cual no hay una relación estricta entre “neutralidad de los incentivos” y reformas estructurales<sup>6</sup>. Así, es esencial que las políticas y estrategias de desarrollo productivo se reactiven para asegurar el progreso hacia una economía dinámica. Respecto del cambio estructural, el objetivo fundamental es facilitar y dar impulso a las actividades productivas fomentando las innovaciones, desarrollando las complementariedades que ellas necesitan para madurar, incluyendo el apoyo institucional; como contraparte, las actividades que tienden a ser desplazadas necesitan ser reestructuradas de un modo ordenado, para facilitar la transferencia de recursos a los nuevos sectores.

El ambiente macroeconómico también ha sido un determinante clave del peso relativo de los procesos creativos y destructivos en las actividades productivas. La eliminación de la hiperinflación y el mejoramiento de los equilibrios fiscales fueron ciertamente factores positivos. No obstante, otros aspectos de la conducción macroeconómica tendieron a acentuar los efectos destructivos y a debilitar algunos de los creativos. La marcada conducta procíclica de la demanda agregada, de los flujos de capital externo y de los precios macroeconómicos clave —como el tipo de cambio y la tasa de interés *reales*—, generó tensiones que amenazaron la supervivencia de muchas empresas, especialmente pequeñas y medianas. Los productores de bienes y servicios transables fueron especialmente afectados, ya que perdieron la protección de la cual gozaban anteriormente (Cepal, 1998). La súbita eliminación de subsidios, como resultado de las reformas fiscales y crediticias, y las drásticas reformas comerciales que se instrumentaron, implicaron el cierre de diversas actividades. Si los cambios se hubiesen efectuado en forma más gradual, aquéllas habrían tenido mayores posibilidades de reconvertirse productivamente. En vez de eso hubo sobredestrucción. La debilidad de los segmentos de largo plazo del mercado de capitales y las revaluaciones cambiarias, ocurridas en muchos países entre 1991 y 1994 y durante el bienio 1996-1997, también contribuyeron a desalentar los procesos creativos y a intensificar los procesos destructivos.

A lo largo del último siglo, el crecimiento acelerado del mundo en desarrollo ocurrió en un contexto de *estrategias de cambio estructural*, las que, junto a *ambientes financieros y macroeconómicos* que eran conducentes al desarrollo, dieron lugar a procesos dinámicos de acumulación de capital (Rodrik, 1999)<sup>7</sup>. Esto lo ilustra cla-

6. Ver, por ejemplo, los estudios mencionados en Helleiner (1992); Roberts y Tybout (1996); Rodríguez y Rodrik (2001).

7. El autor denomina “estrategias de inversión” lo que aquí llamamos “estrategias de cambio estructural”.



ramente el rápido despegue de las economías asiáticas. El crecimiento vigoroso que logró América Latina durante el período de industrialización dirigida por el Estado fue también resultado de una estrategia de cambio estructural basada en algunos casos en la profundización de la sustitución de las importaciones, y en la mayoría de ellos en modelos “mixtos” que combinan la sustitución de importaciones con la promoción de las exportaciones (Cárdenas, Ocampo y Thorp, 2003, cap. 1). A diferencia de los países asiáticos, en América Latina y el Caribe no siempre hubo un grado aceptable de estabilidad macroeconómica para estos procesos, especialmente después de la avalancha de recursos externos que llegó durante los años setenta.

Durante la fase actual de desarrollo, esto significa que deben adoptarse estrategias de cambios estructurales que puedan servir de marco al crecimiento dinámico del sector productivo. Estas estrategias deben ser consistentes, por supuesto, con los nuevos escenarios externo e interno. En este sentido, cabe hacer cinco consideraciones básicas. Primero, el énfasis principal debe ser la integración de las economías de la región en la economía mundial y el apoyo a los procesos de integración en marcha. Esto requiere desarrollar cadenas y conglomerados productivos regionales y subregionales en el marco de los procesos de integración, generando actividades complementarias a las exportadoras, tanto para mejorar el valor agregado de bienes y servicios de exportación, como para impulsar otras actividades productivas. Segundo, debe haber un equilibrio apropiado entre la iniciativa individual—decisiva para comenzar un proceso dinámico de innovación— y el establecimiento de sistemas de coordinación e incentivos públicos, y estos últimos deben ser compatibles con las normas internacionales, sobre todo con aquellas de la Organización Mundial de Comercio. No obstante, aunque es prioritario utilizar la capacidad de maniobra que proporcionan los acuerdos existentes, los países en desarrollo deben contar con mayores grados de libertad para la adopción de políticas de desarrollo productivo, que fueron fuertemente restringidos en la Ronda Uruguay; en especial, debe permitírseles aplicar políticas selectivas y criterios de desempeño para alentar las innovaciones y crear las complementariedades que son esenciales para el desarrollo. Tercero, todos los incentivos deben concederse en función de criterios de desempeño de los sectores privados beneficiados. Cuarto, el concepto de “políticas públicas” en este cambio no debe ser entendido necesariamente como políticas gubernamentales; por el contrario, existe una amplia gama de instituciones públicas y privadas que pueden jugar un papel activo en este campo; cada país debe optar por la variante que mejor se acomode a sus instituciones y necesidades. Finalmente, estas políticas deben aplicarse en un contexto macroeconómico favorable a la restructuración del aparato y a la inversión productiva.

#### REFERENCIAS

- Amsden, Alice (2001), *The Rise of the Rest: Non-Western Economies' Ascent in World Markets*, Oxford University Press, Oxford.

- Banco Mundial (2002), *De los recursos naturales a la economía del conocimiento: comercio y calidad del empleo*, D. De Ferranti, G. E. Perry, D. Lederman y W. F. Maloney (eds.), Estudios del Banco Mundial sobre América Latina y el Caribe, Washington, D.C.
- \_\_\_\_\_ (1997), *La larga marcha. Un programa de reforma para América Latina y el Caribe en la próxima década*, S. J. Burki y G. E. Perry (eds.), Estudios del Banco Mundial sobre América Latina y el Caribe, Washington, D.C.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo) (1997), "América Latina después de una década de reformas estructurales", *Informe de progreso económico y social, 1997*, Washington, D.C.
- Cárdenas, Enrique, José Antonio Ocampo y Rosemary Thorp (2003) (eds.), *Industrialización y Estado en América Latina: la leyenda negra de la posguerra*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F.
- Cepal (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2004) *América Latina y el Caribe en la era global*, José Antonio Ocampo y Juan Martín (coords.), Cepal/Alfaomega, Bogotá, D.C.
- \_\_\_\_\_ (2003), *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe, 2001-2002*, Santiago.
- \_\_\_\_\_ (2002), *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe, 2000-2001*, Santiago.
- \_\_\_\_\_ (2001a), *Una década de luces y sombras: América Latina y el Caribe en los años noventa*, Cepal/Alfaomega, Bogotá, D.C.
- \_\_\_\_\_ (2001b) *Creecer con estabilidad: el financiamiento del desarrollo en el nuevo contexto internacional*, Cepal/Alfaomega, Bogotá, D.C.
- \_\_\_\_\_ (1998), *América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, segunda edición, Cepal/Fondo de Cultura Económica, Santiago.
- Cimoli, Mario y Nelson Correa (2005), "Trade Openness and Technological Gaps in Latin America: A 'Low Growth Trap'", en J. A. Ocampo (ed.), *Beyond Reforms: Structural Dynamics and Macroeconomic Theory*, Latin American Development Forum, Stanford University Press, por aparecer.
- Correa, Rafael (2002), "Reformas estructurales y crecimiento en América Latina: un análisis de sensibilidad", *Revista de la Cepal*, N° 76, Santiago, abril.
- Dosi, Giovanni, Christopher Freeman, Richard Nelson, Gerald Silverberg y Luc Soete (1988) (eds.), *Technical Change and Economic Theory*, Maastricht Economic Research Institute on Innovation and Technology (Merit)/The International Federation of Institutes for Advanced Studies (Ifias), Pinter Publishers, Londres.
- Edwards, Sebastian (1995), *Crisis and Reform in Latin America: From Despair to Hope*, Banco Mundial, Oxford University Press, Washington, D.C.
- Escaith, Hubert y Samuel Morley (2001), "El efecto de las reformas estructurales en el crecimiento económico de la América Latina y el Caribe. Una estimación empírica", *El Trimestre Económico*, vol. LXVIII (4), N° 272, México, D.F., octubre-diciembre.
- Fatás, Antonio (2002), "The effects of business cycles on growth", en N. Loayza y R. Soto (eds.), *Economic Growth: Sources, Trends and Cycles*, Banco Central de Chile, Santiago.

- Ffrench-Davis, Ricardo (2003), "Financial Crises and National Policy Issues: An Overview", en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*, Wider/Cepal, Palgrave/Macmillan, Londres.
- \_\_\_\_ (1999), *Macroeconomía, comercio y finanzas para reformar las reformas en América Latina*, McGraw-Hill Interamericana/Cepal, Santiago. Segunda edición, Mayol, Bogotá, 2005.
- Helleiner, Gerald K. (1992), (ed.), *Trade Policy Industrialization and Development: New Perspectives*, Oxford University Press, Nueva York.
- Hirschman, Albert O. (1961), *La estrategia del desarrollo económico*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F.
- Hnatkovska, Viktoria y Norman Loayza (2003), *Volatility and Growth*, Banco Mundial, Washington, D.C., agosto.
- Hofman, André (2001), "Long run economic development in Latin America in a comparative perspective: Proximate and ultimate causes", *serie Macroeconomía del desarrollo*, N° 8, Cepal, Santiago, diciembre.
- Katz, Jorge (2000), *Reformas estructurales, productividad y conducta tecnológica en América Latina*, Cepal/Fondo de Cultura Económica, Santiago.
- \_\_\_\_ (1987) "Domestic technology generation in LDCs: a review of research findings", en Jorge Katz (ed.), *Technology Generation in Latin American Manufacturing Industries*, Macmillan, Londres.
- Katz, Jorge y Bernardo Kosacoff (2003), "Aprendizaje tecnológico, desarrollo institucional y la microeconomía de la sustitución de importaciones", en Cárdenas, Ocampo y Thorp (2003).
- Kuczynski, Pedro-Pablo y John Williamson (2003), (eds.), *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Lall, Sanjaya (1990), *Building Industrial Competitiveness in Developing Countries*, OCDE, París.
- Loayza, Norman, Pablo Fajnzylber y César Calderón (2002), "Economic Growth in Latin America and the Caribbean: Stylized Facts, Explanations, and Forecasts", Banco Mundial, Washington, D.C.
- Lora, Eduardo y Ugo Panizza (2002), "Structural Reforms in Latin America Under Scrutiny", documento preparado para el seminario *Reformando las reformas*, organizado en el marco de la Asamblea Anual del Banco Interamericano de Desarrollo, Fortaleza, Brasil, 11 de marzo.
- Lora, Eduardo y Felipe Barrera (1998), "El crecimiento económico en América Latina después de una década de reformas estructurales", *Pensamiento iberoamericano*, número especial, Madrid.
- Mortimore, Michael y Wilson Peres (2001), "La competitividad empresarial en América Latina y el Caribe", *Revista de la Cepal* N° 74, Santiago, agosto.
- Nelson, Richard R. (1996), *The Sources of Economic Growth*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- Nelson, Richard y Sidney G. Winter (1982), *An Evolutionary Theory of Economic Change*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Mass. y Londres.

- Ocampo, José Antonio (2005), "The Quest for Dynamic Efficiency: Structural Dynamics and Economic Growth in Developing Countries", en J. A. Ocampo (ed.), *Beyond Reforms: Structural Dynamics and Macroeconomic Theory*, Latin American Development Forum, Stanford University Press, por aparecer.
- \_\_\_\_ (2003a), "Capital Account and Counter-Cyclical Prudential Regulations in Developing Countries", en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*, Wider/Cepal, Palgrave, Londres.
- \_\_\_\_ (2003b), "Developing Countries' Anti-Cyclical Policies in a Globalized World", en A. Dutt y J. Ros (eds.) *Development Economics and Structuralist Macroeconomics: Essays in Honor of Lance Taylor*, Edward Elgar, Aldershot, Reino Unido.
- Ocampo, José Antonio y María Ángela Parra (2003), "Los términos de intercambio de los productos básicos en el siglo XX", *Revista de la Cepal*, N° 79, Santiago, abril.
- Pérez, Carlota (2001), "Cambio tecnológico y oportunidades de desarrollo como blanco móvil", *Revista de la Cepal*, N° 75, Santiago, diciembre.
- Prebisch, Raúl (1952), *Problemas teóricos y prácticos del crecimiento económico*, Cepal, México, D.F.
- Ramey, Garey y Valerie Ramey (1995), "Cross country evidence on the link between volatility and growth", *American Economic Review*, vol. 85, N° 5, diciembre.
- Roberts, Mark J. y James R. Tybout (1996) (eds.), *Industrial Evolution in Developing Countries. Micro Patterns of Turnover, Productivity, and Market Structure*, Oxford University Press, Oxford.
- Rodríguez, Francisco y Dani Rodrik (2001), "Trade policy and economic growth: a skeptic's guide to the cross-national evidence", en S. Bernanke y K. Rogoff (eds.), *NBER Macroeconomics Annual 2000*, vol. 15, MIT Press, Cambridge.
- Rodrik, Dani (1999), *Making Openness Work: The New Global Economy and the Developing Countries*, Overseas Development Council, Washington, D.C.
- Ros, Jaime (2000), *Development Theory and the Economics of Growth*, The University of Michigan Press, Ann Arbor.
- Rosenstein-Rodan, Paul N. (1943), "Problems of industrialization of Eastern and South-Eastern Europe", *The Economic Journal*, vol. 53.
- Schumpeter, Joseph (1962), *Capitalism, Socialism and Democracy*, tercera edición, Harper Torch Books, Nueva York.
- Stallings, Barbara y Jürgen Weller (2001), "El empleo en América Latina, base fundamental de la política social", *Revista de la Cepal*, N° 75, Santiago, diciembre.
- Stallings, Barbara y Wilson Peres (2000), *Crecimiento, empleo y equidad: el impacto de las reformas económicas en América Latina y el Caribe*, Fondo de Cultura Económica/Cepal, Santiago.
- Stiglitz, Joseph A. (2003), "El rumbo de las reformas: hacia una nueva agenda para América Latina", *Revista de la Cepal*, N° 80, Santiago, agosto.
- Taylor, Lance (1991), *Income Distribution, Inflation and Growth*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Unctad (1999), *Informe sobre el comercio y el desarrollo, 1999* (Unctad/TDR/1999), Ginebra.

## **Capítulo III**

# **ESTABILIDAD MACROECONÓMICA E INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES: EL CASO DE CHILE**

*Roberto Zahler\**

### INTRODUCCIÓN

El crecimiento en América Latina ha sido frustrantemente lento, a pesar de una década y media de reformas más bien profundas (Ocampo, 2005). Durante este período, el crecimiento de la región se ha desviado de aquel de la principal economía del mundo y ha avanzado más lentamente que el promedio mundial (Ffrench-Davis, 2005). El entorno macroeconómico ha sido una variable decisiva, sustentando tanto una baja formación de capital como una gran inestabilidad de la actividad económica.

Entre las reformas más significativas destacan las de los mercados financieros y del financiamiento de las pensiones. La mayoría de los análisis de los fondos de pensiones toma como dado el entorno macroeconómico en el que ellos están insertos y se enfoca en las condiciones microeconómicas bajo las cuales es maximizado su retorno y/o minimizado su riesgo. Este capítulo estudia algunas implicaciones macroeconómicas del comportamiento de importantes inversionistas institucionales nacionales, básicamente fondos de pensiones, en EES. El estudio distingue entre las implicaciones de largo plazo sobre el proceso de ahorro/inversión, y el impacto macroeconómico de corto plazo en los mercados cambiario y/o financiero domésticos. El énfasis está concentrado en el segundo tema.

La sección 1 resume los principales temas asociados a las implicaciones macroeconómicas de los flujos de capitales en EES. Este antecedente es importante porque los inversionistas institucionales, dado su tamaño y/o regulación, cuando se les permite bajo ciertas condiciones invertir en el extranjero, podrían desempeñar un papel importante en la interrelación entre los mercados financieros y cambiarios locales e internacionales. Y dicha interrelación puede causar significativos efectos macroeconómicos de corto plazo.

La sección 2 analiza el impacto macroeconómico de largo plazo de los inversionistas institucionales en EES. Debido a las sustanciales cantidades de fondos que manejan, juegan un papel importante en el proceso de ahorro/inversión y su compor-

---

\* El autor agradece a Ricardo Ffrench-Davis, Esteban Jadresic, Felipe Jiménez, Andrés Reinstein, Salvador Valdés y a participantes en dos seminarios organizados por la Cepal en 2002 y 2003, por sus comentarios y sugerencias. Y a Hermann González por su investigación y apoyo estadístico.

tamiento puede tener consecuencias significativas para el crecimiento económico de EES. La sección 3 describe y explica los principales desarrollos del sistema de fondos de pensiones chileno (AFP).

Los potenciales efectos macroeconómicos de los inversionistas institucionales –tema central de este estudio– son analizados a partir de la experiencia chilena, en las secciones 4 y 5; la sección 4 analiza el eventual impacto en la estructura temporal de tasas de interés locales, mientras que la sección 5 trata el efecto en el mercado cambiario. La sección 6 concluye y propone medidas, con base en consideraciones de política macroeconómica, para la regulación de inversionistas institucionales en EES.

## 1. MOVILIDAD DE CAPITAL Y ESTABILIDAD MACROECONÓMICA EN EES

La globalización de los mercados financieros ha impulsado a las EES a dismantelar los controles de capitales de la balanza de pagos y a integrar más plenamente sus sistemas financieros con los del resto del mundo.

Los beneficios de largo plazo usualmente asociados a la apertura de la cuenta de capitales se refieren principalmente a la estabilización de los patrones de ingreso y consumo, diversificación de riesgo y complementación del ahorro externo e interno<sup>1</sup>. En el corto plazo y durante la transición, sin embargo, una cuenta de capitales completamente abierta puede tener consecuencias negativas, especialmente para EES medianas y pequeñas.

En primer lugar, durante el proceso de transición desde una cuenta de capitales cerrada a una abierta, puede haber un significativo ingreso de capitales generado por mayores tasas de interés locales, por el ajuste *stock* de la IED y por la diversificación requerida en la inversión internacional de portafolios. Estos flujos de capital tienden a generar una sobreapreciación de la moneda doméstica, un aumento en el valor de los activos locales y un excesivo déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que en ocasiones llega a ser insostenible. Dependiendo de la extensión de tiempo durante el cual tienen lugar los inlfujos y los ajustes de precios de activos y macro clave, puede haber una alteración sustancial en la asignación de recursos en la economía nacional, que ha sido la génesis de un proceso que en muchas ocasiones ha terminado en una significativa crisis cambiaria y/o financiera (Zahler, 2003a y 2003b).

El impacto de las entradas de capital depende crucialmente de la capacidad que tenga la economía para absorber y/o reinvertir afuera, y eficientemente, dichos fondos. Para economías de tamaño mediano o pequeño, con mercados de capitales ilíquidos y sistemas bancarios relativamente débiles (en muchos casos debido a una supervisión y regulación bancaria inapropiada), la absorción y/o recanalización de

---

1. Este último beneficio requiere de una oferta estable de financiamiento internacional.

los inlujos excesivos es un proceso difícil, que en muchas ocasiones ha generado desequilibrios macroeconómicos significativos. Esta es una de las razones que justifican las restricciones a la entrada de capitales de corto plazo. La experiencia de algunas EES ‘bien comportadas’ sugiere que cuando se producen entradas masivas de capital financiero de corto plazo, se deben aplicar medidas para prevenir que esos flujos socaven los objetivos macroeconómicos o la salud del sistema financiero<sup>2</sup>.

Un segundo efecto de una cuenta de capitales abierta, dependiendo de la política cambiaria de la EE, es una menor autonomía en el diseño e implementación de la política monetaria.

Un tercer efecto, usualmente asociado a cuentas de capitales abiertas, es la excesiva volatilidad de los tipos de cambio y las tasas de interés causada por mercados internacionales muy “sensibles”, los cuales tienden a reaccionar de forma procíclica, rápida y masiva a las noticias de corto plazo.

Finalmente, cuentas de capitales abiertas en EES tienden a amplificar los efectos de dos imperfecciones de los mercados internacionales: ‘corridas cambiarias’ y ‘riesgo moral’. Las corridas cambiarias tienden a ser causadas por el contagio de los problemas de balanza de pagos de un país a otro. El riesgo moral es explicado por la existencia de garantías oficiales explícitas o implícitas en la deuda bancaria, deuda externa o el tipo de cambio.

En síntesis, *uno de los principales problemas que enfrentan las EES que están en transición a integrarse a los mercados internacionales de capitales es el flujo masivo de financiamiento hacia y desde el país* en períodos de tiempo relativamente cortos. La experiencia muestra que esos movimientos de capital tienden a causar alteraciones serias en el sistema financiero local, en el mercado cambiario y en la economía en su conjunto. Los efectos causados por el tamaño y volatilidad de los flujos de capitales dependen en forma importante del tamaño y profundidad de los mercados que están siendo afectados: a menor tamaño y liquidez de los mercados, mayores tienden a ser los efectos dañinos de los movimientos de capitales de corto plazo.

Dado el grado de globalización, es bastante difícil, y en muchos casos indeseable, aislar a las EES de los mercados internacionales. En los años recientes, muchos países han adoptado o están adoptando sistemas cambiarios más flexibles que les permitan más maniobrabilidad para su política monetaria e incrementar el riesgo cambiario. Esa medida, sin embargo, usualmente no es suficiente para prevenir a la economía de los efectos de *shocks* causados por flujos de capitales de corto plazo y en ocasiones genera un comportamiento procíclico del tipo de cambio real. Por tanto, *junto con las restricciones a la entrada de flujos financieros de corto plazo, las EES deberían desarrollar, profundizar y hacer más líquidos sus mercados de capitales y monetarios para absorber esos shocks de manera más favorable.*

---

2. Un análisis detallado de esas medidas se presenta en Zahler (2000).

## 2. IMPLICACIONES MACROECONÓMICAS DE LARGO PLAZO DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

En los últimos años las EES han iniciado un profundo proceso de liberalización financiera, desregulando los mercados financieros domésticos, por un lado, y abriendo la cuenta de capitales de la balanza de pagos, por otro. Parte importante de este desarrollo ha sido la reforma previsional: al renunciar a un sistema de reparto administrado por el Estado y optar por uno de capitalización individual, en el cual los fondos de pensiones son administrados por el sector privado, varias EES han iniciado y/o profundizado el desarrollo de mercados para instrumentos financieros de largo plazo.

Los fondos de pensiones y más gradualmente las compañías de seguro, pueden tener efectos macroeconómicos de largo plazo en EES a través de dos mecanismos principales: canalizando cantidades importantes de ahorro de largo plazo hacia la inversión<sup>3</sup> y creando y desarrollando mercados para bonos de largo plazo y acciones.

### a) Inversionistas institucionales y mercados de capitales

La experiencia internacional indica que los inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones, las compañías de seguros y los fondos mutuos son los principales demandantes de bonos. En Estados Unidos, país con el mercado de bonos corporativos más desarrollado, las familias mantienen sólo 12% del total de los bonos corporativos y 7% de los bonos corporativos de compañías no financieras. En Japón las familias también mantienen 12% de los bonos corporativos y sólo 1,5% de los bonos corporativos de empresas no financieras (Reinstein, 2002). Esto se debe al hecho de que las familias y empresas prefieren invertir a través de la intermediación de inversionistas institucionales, los cuales se especializan en recopilar información y realizar análisis financieros.

Algunos inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones, debido a la naturaleza de sus pasivos, son candidatos naturales a demandar bonos corporativos de largo plazo. Como las pensiones serán pagadas en el largo plazo, es beneficioso para los trabajadores tener sus fondos invertidos en instrumentos de largo plazo y ganar la correspondiente prima por riesgo. En términos de monedas, mirado desde la perspectiva del consumidor (no de la del productor), los fondos de pensiones deberían buscar una exposición comparable a la proporción de bienes transables de la canasta de consumo de un pensionado típico. En principio, en EES pequeñas los fon-

3. Sin embargo, la contribución directa del sistema de fondos de pensiones a la acumulación de capital se suele exagerar debido a que parte de la intermediación financiera de sus fondos termina en consumo más que en inversión. Aunque no hay evidencia clara de que las reformas de la seguridad social han incrementado las tasas de ahorro domésticas, ellas son un factor importante para explicar el cambio en la composición del ahorro en EES hacia el largo plazo (Mihaljek *et al.*, 2002). Para un análisis del caso chileno, véase Uthoff (2001).



dos de pensiones deberían mantener una mayor proporción de activos externos que en países grandes, más autosuficientes (Reisen, 1997, pp. 11 y 12; Reisen y Williamson, 1996, p. 236). Sin embargo, en las EES los seguros cambiarios de largo plazo están débilmente desarrollados y en EES 'bien comportadas' la tendencia de equilibrio de largo plazo del tipo de cambio real es a la apreciación. Por tanto, si los fondos de pensiones hacen inversiones 'excesivas' en moneda extranjera, los pensionados pueden terminar soportando el riesgo cambiario.

En el caso de las compañías de seguro (principalmente de vida), los asegurados tienen un horizonte de largo plazo y los compromisos de las aseguradoras están principalmente en moneda local, de manera que deberían preferir hacer inversiones de largo plazo en moneda local. Los fondos mutuos usualmente invierten a plazos menores.

Así, los inversionistas institucionales generan una demanda por bonos corporativos de largo plazo y proveen liquidez a ese mercado, lo cual incrementa aún más la demanda por bonos corporativos<sup>4</sup>. La falta de liquidez, típica de varias EES, no es sólo un problema porque las empresas deben pagar un mayor costo de fondos, sino también porque desalienta la suscripción de emisiones<sup>5</sup>. Finalmente, los inversionistas institucionales contribuyen a mejorar el gobierno corporativo de las empresas, exigiendo una supervisión y regulación más estrictas de las acciones y bonos ofrecidos públicamente, imponiendo disciplina sobre la administración de la empresa y alineando sus intereses con los de la mayoría de los accionistas, todo lo cual facilita el desarrollo del mercado de acciones y bonos.

En síntesis, *los inversionistas institucionales juegan un papel fundamental en la provisión de financiamiento de largo plazo para el sector privado y el gobierno*. La falta de inversionistas institucionales significativos ha sido —con la excepción de Chile, y en menor medida para Brasil (que no tiene un sistema de pensio-

4. La liquidez es medida por el *spread* entre los precios de compra y venta de activos financieros: si es alto, la liquidez será baja, debido a que los inversionistas incurrir en una pérdida significativa cada vez que cambian de posición. Es decir, si un inversionista compra y pronto está dispuesto a vender el instrumento, su pérdida será proporcional al referido *spread*. Harrison (2002) propone un modelo donde la falta de liquidez consiste en un problema de información respecto al precio de mercado justo, lo cual da origen al 'problema de los limones', en el sentido de Akerloff (1970). En este caso, el problema de los limones es mitigado por comerciantes 'informados', porque ellos compiten con los otros por transacciones. Así, mientras mayor sea el número de agentes institucionales informados, mayor tenderá a ser la liquidez del mercado.
5. En una emisión los suscriptores deben mantener los bonos en *stock*, para venderlos posteriormente a los inversionistas. Si hay poca liquidez en el mercado, ellos tendrán un menor incentivo para suscribirlos y, consecuentemente, habrán menor emisión de bonos. Con la crisis rusa y la quiebra de Long Term Capital Management en 1998, el mercado de bonos corporativos de Estados Unidos perdió la mayor parte de su liquidez, las transacciones se redujeron significativamente y no había precios de mercado; en consecuencia, las transacciones no podían realizarse. Este choque de liquidez tuvo un impacto significativo en el mercado de bonos corporativos de Estados Unidos, así como en la capacidad de las empresas de captar fondos; la emisión de bonos corporativos cayó de 150 emisiones mensuales en mayo, a 40 en septiembre y octubre de 1998; y sólo a principios de 2001 la emisión de bonos alcanzó el nivel de mayo de 1998 (Harrison, 2002).

nes reformado)–, una limitación crítica al desarrollo del mercado de bonos en América Latina. De hecho, a fines de 2001 los fondos de pensiones en México tenían activos equivalentes a 3,5% del PIB, mientras para Perú la cifra fue 7,3%, para Argentina 7,7%, para Brasil 12,4% y para Chile 54%.

### b) Indexación de bonos de largo plazo

Una de las principales dificultades en la creación de un mercado de bonos corporativos de largo plazo ha sido la alta y fluctuante tasa de inflación experimentada por muchas EES. Una solución a este problema ha sido el desarrollo de un mercado de bonos indexados, en el cual el inversionista obtiene una tasa de interés que está compuesta de un retorno real más la variación de un índice de precios preestablecido. Este último puede ser el índice de precios al consumidor (IPC), el valor de una moneda extranjera o el precio de un *commodity*, aunque el más atractivo en términos de su uso general ha sido el IPC debido a que entrega una mejor cobertura global de los riesgos para inversionistas y proveedores de fondos. Con bonos indexados a una moneda extranjera, los inversionistas están expuestos al riesgo de apreciación de la moneda local. Por su parte, las empresas del sector transable podrían cubrir sus riesgos emitiendo un bono expresado en la moneda extranjera relevante.

Incluso si existe un mercado de bonos nominales, los indexados contribuyen a *completar* los mercados financieros, al permitir generar patrones de flujos de pagos en diferentes estados de la naturaleza de manera que los inversionistas o las empresas puedan protegerse o apostar sobre la ocurrencia de ciertos estados de una forma que no podría ser replicada con los instrumentos financieros existentes en el mercado.

La emisión de bonos indexados puede reducir significativamente el costo de financiamiento de las empresas. La ecuación (1) muestra que la tasa de interés nominal a la cual las empresas emiten sus bonos es igual a la tasa de interés real más las expectativas de inflación más un premio por riesgo de inflación. El último es un 'seguro' que las empresas deben pagar a los inversionistas para que ellos asuman el riesgo inflacionario. Para Estados Unidos, Cambell y Shiller (1996) estimaron que esta prima osciló entre 50 y 100 puntos base para un bono *bullet* a 5 años plazo. Sin embargo, en EES, ésta es usualmente mucho mayor. De hecho, generalmente es tan alta que genera una especie de racionamiento en el sentido dado al término por Stiglitz y Weiss (1981), que impide que surja un mercado de bonos corporativos de largo plazo. Emitiendo bonos indexados, las empresas pagarán sólo la tasa de interés real más la inflación actual, ahorrándose la prima por riesgo de inflación.

$$i_t = r_t + \pi_t^e + \delta_t \quad (1)$$

donde:

- $i_t$  : Tasa de interés nominal para el período  $t$ ,
- $r_t$  : Tasa de interés real para el período  $t$ ,
- $\pi_t^e$  : Expectativas de inflación para el período  $t$ , y,
- $\delta_t$  : Premio por riesgo de inflación.

Los bonos indexados también facilitan la emisión de deuda de largo plazo de las empresas y del gobierno, debido a que *una inflación alta hace muy difícil extender la duración de los bonos*<sup>6</sup> (Walker, 1998) y puede incluso causar la desaparición de los mercados de bonos nominales de largo plazo.

Actualmente hay varios países con bonos de gobierno indexados a la inflación. Incluso economías con tasas de inflación bajas han considerado el desarrollo de un mercado de bonos indexados, dado que este reduce el costo de la deuda pública. Un caso reciente es el de Estados Unidos, que los introdujo en enero de 1997.

### 3. EL SISTEMA DE FONDOS DE PENSIONES CHILENO

En América Latina, Chile es el único país con un mercado de bonos indexados relativamente grande (Reinstein, 2002). A fines de 2000, 89% de toda la deuda interna emitida en Chile estaba indexada a la inflación<sup>7</sup>. Esto se compara con menos de 20% en otros países de América Latina, menos de 10% en Europa Central y casi 0% en Asia (Mihaljek *et al.*, 2002, cuadro 6).

La principal característica del mercado de renta fija chileno de mediano y largo plazo es que está denominado en *Unidades de Fomento* (UF)<sup>8</sup>, una unidad de cuenta en pesos chilenos, vinculada a la inflación pasada, que ha permitido que la economía chilena tenga títulos de largo plazo denominados en moneda local. Otra característica importante del mercado chileno de renta fija es que los bancos pueden usar papeles con madurez de menos de 90 días para cumplir con los requisitos de reserva técnica legal, lo cual incrementa en forma importante la liquidez de esos papeles.

#### a) Desde 1982 a 1989

En 1982 la economía chilena enfrentó una severa crisis de balanza de pagos y financiera, que se tradujo en una caída de 14% en el PIB, una depreciación nominal del

6. Mihaljek *et al.* (2002) presentan evidencia clara de que una inflación baja está asociada con una mayor madurez promedio de los bonos de gobierno.

7. Hasta 2001 en Chile no había instrumentos de deuda nominales (denominados en pesos chilenos) con madurez de más de un año.

8. La UF es ajustada diariamente, y el factor de ajuste es el cambio en el IPC del mes anterior, distribuido uniformemente entre el décimo día del mes actual y el noveno del mes siguiente.

peso de 100% y la intervención de 22 instituciones financieras que representaban 60% del sistema bancario. Para reimpulsar el crecimiento económico y restablecer el funcionamiento del sistema financiero, se implementó una serie de políticas monetaria, fiscal y cambiaria, junto con conversión de deuda a acciones y mecanismos de rescate financiero. En 1985 la economía inició una senda de recuperación que duró hasta 1989, cuando el producto alcanzó el nivel del producto potencial (Ffrench-Davis, 2004).

En mayo de 1981 Chile reformó su sistema de pensiones: sustituyó el esquema de reparto por uno de capitalización individual, y transfirió la administración de casi la totalidad de los fondos desde el Estado a las nuevas Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) privadas. Al comienzo, a las AFP se les permitió invertir principalmente en instrumentos indexados: deuda de gobierno y títulos del Banco Central, títulos respaldados por hipotecas, depósitos bancarios a plazos fijos y bonos corporativos. No les fue permitida la inversión en el extranjero y sólo a partir de septiembre de 1985 pudieron invertir en acciones (cuadro III.1).

**Cuadro III.1**  
PRINCIPALES LÍMITES SOBRE LAS INVERSIONES DE LAS AFP, 1981-92 (%)

	Dic-81	Sep-85	May-92
Bonos del Banco Central	100	50	45
Depósitos a plazo	50	40	50
Letras hipotecarias	80	80	80
Bonos	60	40	50
Acciones	0	30	30
Inversiones en el exterior	0	0	1.5

Fuente: Banco Central de Chile.

Aunque las AFP no estaban obligadas a invertir en instrumentos del Banco Central, no tenían muchas otras alternativas relevantes, de manera que el restrictivo portafolio factible permitió al gobierno alcanzar dos objetivos macroeconómicos: (i) el financiamiento de la transición desde un sistema público de reparto a uno de capitalización individual administrado por el sistema privado; y (ii) el 'financiamiento' de la quiebra de la mayoría del sistema bancario privado de forma relativamente poco inflacionaria.

La transición desde el sistema de reparto a uno de capitalización individual tuvo un gran impacto en las cuentas fiscales. Se estima que la pérdida de ingresos que el nuevo sistema generó al presupuesto fiscal fue equivalente al 5,7% del PIB por año entre 1981 y 1999 (Uthoff, 2001). El financiamiento se obtuvo principalmente por dos vías: una reducción del gasto fiscal y la emisión que el Banco Central hizo de

bonos indexados, que fueron comprados principalmente por inversionistas institucionales (cuadro III.2)<sup>9</sup>.

El financiamiento proveniente de las AFP fue crucial para estabilizar el sistema bancario durante la crisis de los ochenta. Para restablecer la solvencia del sistema el Banco Central tuvo que inyectar recursos por un monto acumulado equivalente al 35% del PIB (Sanhueza, 1999). Para absorber el exceso de liquidez y mantener el crecimiento monetario acorde con el programa macroeconómico general y el objetivo antiinflacionario, el Banco Central emitió bonos que fueron adquiridos principalmente por las AFP y compañías de seguro. De hecho, las AFP mantuvieron en sus portafolios un porcentaje cada vez mayor de la deuda del Banco Central (cuadro III.2).

**Cuadro III.2**  
DEUDA DEL BANCO CENTRAL MANTENIDA POR LAS AFP, 1981-2003

Año	Deuda del Banco Central (millones de US\$)	Mantenida por las AFP (millones de US\$)	Porcentaje
1981	310	31	10
1985	2.412	315	13
1990	6.258	2.855	46
1995	18.241	9.494	52
1996	20.928	10.744	51
1997	24.834	11.265	45
1998	21.743	11.689	54
1999	21.449	10.535	49
2000	23.065	11.424	50
2001	20.560	10.400	51
2002	19.537	8.867	45
2003	21.251	9.367	44

Fuente: Banco Central de Chile y Superintendencia de AFP (Safp).

El otro papel macroeconómico importante del sistema de pensiones fue la provisión de financiamiento de largo plazo a la economía. El portafolio administrado por las AFP creció desde menos de 1% del PIB en 1981 a 24% en 1990 (cuadro III.3a). La exitosa estabilización de la economía y del sistema financiero, en combinación con incentivos asociados a una masiva redistribución de ingresos y de la riqueza y al logro de precios macro clave apropiados, permitieron que la economía chilena se recuperara a partir de la segunda mitad de los ochenta.

9. El desarrollo de compañías de seguros, cuyas reservas aumentaron desde 2% del PIB en 1981 a más de 5% en 1989, también estuvo relacionado al nuevo sistema de seguridad social, el cual exigía que el riesgo de incapacidad o muerte debía estar cubierto. Las compañías de seguros inicialmente invirtieron principalmente en deuda de largo plazo del Banco Central.

**Cuadro III.3a**  
PORTAFOLIO DE LAS AFP, 1982-2003  
(como % del PIB)

	Dic-81	Dic-85	Dic-90	Dic-95	Dic-96	Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Dic-02	Dic-03
Bonos del Banco Central	0,1	2,2	10,3	15,0	14,5	14,2	15,1	15,3	16,3	16,3	13,7	11,7
Letras hipotecarias	0,1	3,8	3,9	6,3	6,7	6,6	6,7	7,4	7,3	7,0	6,3	5,4
Depósitos a plazo	0,6	2,2	4,0	2,1	1,6	4,2	5,5	7,9	9,5	9,5	12,0	9,2
Acciones	0,0	0,0	2,7	11,7	9,4	8,8	5,8	5,8	5,7	5,4	5,1	8,3
Bonos de empresas	0,0	0,1	2,7	2,0	1,7	1,3	1,1	1,4	1,6	3,3	4,0	4,7
Otros	0,2	2,5	0,7	2,7	3,4	3,5	3,8	4,9	5,1	5,5	6,0	7,3
Instrumentos extranjeros	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,4	2,3	6,5	5,5	7,2	9,2	14,6
TOTAL	0,9	10,7	24,4	40,0	37,4	39,0	40,3	49,2	51,0	54,3	56,3	61,1
Miles de millones de US\$	0,3	1,5	6,7	25,3	27,6	30,9	31,1	33,9	35,8	34,7	36,3	48,9

Fuente: Safp.

**Cuadro III.3b**  
PORTAFOLIO DE LAS AFP, 1981-2003  
(como % del total de activos)

	Dic-81	Dic-85	Dic-90	Dic-95	Dic-96	Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Dic-02	Dic-03
Bonos del Banco Central	10,1	20,3	42,5	37,5	38,8	36,4	37,5	31,0	31,9	30,0	24,4	19,1
Letras hipotecarias	9,4	35,2	16,1	15,8	17,9	17,0	16,6	15,1	14,4	12,9	11,1	8,9
Depósitos a plazo	61,9	20,4	16,3	5,3	4,2	10,7	13,6	16,1	18,7	17,5	21,3	15,0
Acciones	0,0	0,0	11,3	29,4	25,1	22,6	14,5	11,9	11,1	9,9	9,9	13,6
Bonos de empresas	0,6	1,1	11,1	5,1	4,5	3,3	2,7	2,8	3,1	5,2	7,1	7,7
Otros	18,0	23,0	2,8	6,7	9,0	8,9	9,4	9,9	10,1	11,3	9,8	11,9
Instrumentos extranjeros	0,0	0,0	0,0	0,2	0,5	1,1	5,6	13,3	10,8	13,4	16,1	23,9
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Safp.

El sistema bancario empezó a emitir letras hipotecarias (LH) –títulos indexados de largo plazo respaldados por hipotecas– y las vendió en un comienzo principalmente a las AFP y luego, gradualmente, a las compañías de seguros. Las LH proporcionaron una fuente de financiamiento de largo plazo que fue decisivo en el dinamismo del sector de la construcción. Estos instrumentos pasaron de ser prácticamente inexistentes

antes de 1982<sup>10</sup> a alcanzar US\$ 1.200 millones en 1990 y US\$ 3.800 millones en 1995. A fines de 2002 el 76% de las LH emitidas estaba en manos de las AFP, en tanto que el *stock* total de LH alcanzaba US\$ 5.300 millones, monto equivalente a 8% del PIB.

Aunque la economía estaba en una situación muy delicada, con pocas reservas internacionales y casi sin acceso voluntario a los mercados de capitales internacionales, el Banco Central fue capaz de mantener las tasas de interés reales en un nivel que contribuyó al crecimiento económico. De hecho, la tasa de interés real promedio para depósitos entre 1986 y 1989 fue 5,4%. El instrumento monetario empleado fue la tasa de interés 'real' a 90 días, la que era fijada a través de una ventana abierta para los instrumentos de corto plazo en UF emitidos por el Banco Central.

#### **b) Después de 1990**

En 1989, justo antes de cambios significativos en el plano político y de gobierno a partir de marzo de 1990, una nueva ley del Banco Central entró en vigencia. La nueva legislación consagró la independencia del instituto emisor, a fin de que éste concentrara sus esfuerzos en el logro de un doble objetivo: la estabilidad de precios y la protección de los pagos externos e internos. Para alcanzar su objetivo, el Banco Central recibió una serie de instrumentos legales; por ejemplo, en relación con los fondos de pensiones, recibió la responsabilidad de establecer los límites de sus inversiones en distintos tipos de activos, dentro de los márgenes dados por la ley.

Desde 1990 hasta 1997 el PIB real creció a una tasa promedio de 7,6% anual. Con la crisis asiática y la respuesta macroeconómica a ésta, el crecimiento económico se desaceleró significativamente, a un promedio de 2,4% entre 1998 y 2002.

En 1990 las AFP tenían en su portafolio US\$ 2.900 millones (equivalentes a 46%) de la deuda del Banco Central (cuadro III.2); la mayoría de esta deuda era de corto plazo. La gran cantidad de deuda con vencimiento en el corto plazo impuso fuertes presiones sobre el Banco Central y pudo haber creado inestabilidad en los mercados financieros. Para extender la madurez de su deuda, el instituto emisor intensificó, ese mismo año, su emisión de bonos indexados de largo plazo. Por esta razón, y para esterilizar las significativas entradas de capital, entre 1990 y 1993 la deuda del Banco Central creció sustancialmente. Las AFP fueron compradores muy importantes de esta nueva deuda, contribuyendo así a que el Banco Central alcanzara una mejor estructura de sus pasivos.

---

10. Desde 1960 y hasta mediados de los años setenta Chile tuvo un sistema similar al de las LH, llamado Valores Hipotecarios Reajustables (VHR), vinculados al Sistema Nacional de Ahorros y Préstamos (Sinap).

En 1992 se les permitió por primera vez a las AFP invertir en activos externos (con un límite de 1,5% de sus portafolios)<sup>11</sup>. Ese mismo año el límite se expandió a 3%; en 1995 a 6% y a 9%; en 1997 a 12%; en 1999 a 16%; y en 2002 fue extendido a 20%, al tiempo que se eliminaba un sub límite relativo a la inversión en acciones extranjeras (cuadro III.4).

**Cuadro III.4**  
INVERSIONES DE LAS AFP EN EL EXTERIOR, 1993-2003

	Inversiones		Límite	
	Millones de US\$	% del Fondo	Millones de US\$	% del Fondo
Mayo-93	5	0,0	377	3
Diciembre - 93	91	0,6	482	3
Diciembre - 94	200	0,9	671	3
Diciembre - 95	51	0,2	2.277	9
Diciembre - 96	149	0,5	2.491	9
Diciembre - 97	353	1,1	3.711	12
Diciembre - 98	1.754	5,6	3.738	12
Diciembre - 99	4.504	13,3	5.436	16
Diciembre - 00	3.869	10,8	5.732	16
Diciembre - 01	4.632	13,4	5.552	16
Diciembre - 02	5.966	16,1	7.272	20
Diciembre - 03	11.692	23,9	12.235	25

Fuente: Banco Central de Chile y Safp.

Entre 1990 y 1996 las AFP chilenas recibieron un flujo anual de fondos previsionales, que en promedio, representó un 3,6% del PIB, y que alcanzó un máximo de 4,4% (cuadro III.5). Esta fue la contribución directa, vía las AFP, al ahorro financiero nacional. La mayoría de estos flujos de ahorros fue invertida en pasivos bancarios (LH y depósitos), acciones y bonos de empresas y bonos del Banco Central<sup>12</sup>. A fines de 2003 los activos de las AFP alcanzaban a US\$ 48.900 millones, equivalente a 61% del PIB. Los activos externos representaron 24% de los activos totales de las AFP, lo que se compara con sólo 0,7% a mediados de 1997, justo antes del inicio de la crisis asiática (cuadro III.3b).

11. La regulación y los límites aplicables a las tenencias de activos internacionales de los fondos de pensiones han causado bastante controversia. Véase Lee (2000), Reisen (1997) y Vittas (1998). Además del objetivo de reducir los riesgos idiosincrásicos a través de la diversificación, en un sistema relativamente maduro como el chileno, donde las AFP acumularon una parte significativa de activos en el mercado accionario doméstico, el aumento en el límite de tenencias de activos extranjeros también es explicado por la carencia de usos alternativos diversificados para los fondos de las AFP. Así, la inversión internacional de las AFP puede contribuir a reducir la excesiva volatilidad en la valoración de los activos domésticos causada por sus decisiones de compra y venta.

12. Como se mencionó, las AFP han desempeñado un papel crecientemente importante en la provisión de financiamiento de largo plazo para el sector privado chileno. Además de LH, las cuales han contribuido al dinamismo de la



**Cuadro III.5**  
FLUJOS DE FONDOS A LAS AFP, 1990-96 (% del PIB)

1990	3,0
1991	2,8
1992	3,3
1993	3,6
1994	3,9
1995	4,4
1996	4,3

Fuente: Uthoff (2001).

#### 4. INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES Y TASAS DE INTERÉS DE LARGO PLAZO

##### a) Economía cerrada

En una economía cerrada, los inversionistas locales determinan la estructura temporal de tasas de interés. Uno de los determinantes más importantes de las tasas de interés de largo plazo es la tasa de interés futura esperada de corto plazo. El arbitraje en el mercado de créditos hace que la relación entre las tasas de interés de corto y largo plazo sea:

$$(1 + r_0^n)^n = (1 + r_0^1) \times (1 + f_1^2) \times \dots \times (1 + f_{n-1}^n) \quad (2)$$

Donde  $r$  representa la tasa actual y  $f$  es el *forward* implícito para la tasa de interés *spot* a un período. De acuerdo con la 'teoría de las expectativas' de la estructura de plazos de tasas de interés, las  $f$ 's equivalen a las tasas de interés *spot* futuras esperadas. Si hay algún tipo de premio por riesgo,  $f$  puede ser diferente a la tasa *spot* esperada. Si los inversionistas están orientados al corto plazo, y hay un premio por riesgo para los activos de largo plazo, las tasas *forward* serán mayores que las tasas *spot* esperadas.

Los fondos de pensiones y las compañías de seguros tienden a favorecer los activos de largo plazo. Su desarrollo en una economía moderna puede ser una contribución importante para reducir el riesgo de largo plazo y el costo de capital, estimulando de este modo la inversión real y mejorando la asignación de recursos. Si los fondos de pensiones 'dominan' los mercados de activos de largo plazo, el premio por riesgo podría ser cero o incluso negativo, generando eventualmente una 'concavidad' al final de la curva de rendimiento. Esto es llamado la teoría del 'hábitat preferido' de la estructura de plazos. Además del efecto sobre la pendiente de la curva de rendi-

construcción, entre 1995 y 2002 las AFP mantuvieron el 36% de los bonos emitidos por empresas privadas. El cuadro III.3 contiene información de las tenencias de las AFP en diferentes activos, como porcentajes de los activos totales de las AFP y del PIB.

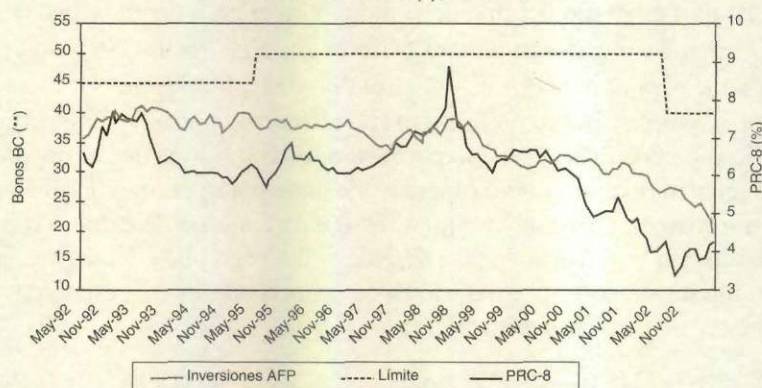
miento, el 'hábitat preferido' de los inversionistas institucionales puede tener significativas implicaciones para la volatilidad de las tasas de interés en EES, dado que unas pocas instituciones grandes tienden a dominar sus mercados ilíquidos de activos financieros de largo plazo.

En Chile el impacto de los inversionistas institucionales en el mercado de tasas de interés de largo plazo ha sido materia de debate. Por un lado, el Banco Central es el mayor emisor de bonos nacionales, mediante los cuales regula la base monetaria, mientras simultáneamente determina una curva de rendimiento de referencia para la economía de longitud significativa. Desde principios de los noventa los bonos de largo plazo del Banco Central (con un rango de madurez que ha ido de 8 a 20 años) son emitidos a través de ofertas periódicas predeterminadas y colocados directamente a través de una subasta pública en la que pueden participar sólo bancos e inversionistas institucionales nacionales. Por otro lado, los inversionistas institucionales nacionales son los principales demandantes de la deuda doméstica<sup>13</sup>. Y aunque en forma declinante, las transacciones en el mercado de renta fija han sido dominadas por los bonos del Banco Central<sup>14</sup>. Además, *la industria de fondos de pensiones se ha hecho crecientemente concentrada*, lo cual ha creado un virtual monopsonio entre los inversionistas institucionales, debido al relativamente pequeño tamaño de los fondos mutuos<sup>15</sup>. Finalmente, debería mencionarse que *la regulación de los fondos de pensiones chilenos*<sup>16</sup> los estimula a tener portafolios similares, y por tanto, dado su significativo tamaño, cambios repentinos en esos portafolios podrían alterar la curva de rendimiento doméstica<sup>17</sup>.

Como lo señalamos (cuadro III.2), las AFP son los principales tenedores de títulos del Banco Central. El gráfico III.1 muestra las tenencias de bonos del instituto emisor como porcentaje del portafolio total de las AFP, y el rendimiento de esos títulos. Puede observarse que cuando los fondos de pensiones cambian sus tenencias, hay algún efecto sobre el rendimiento de los títulos.

- 
13. A fines de 2000 los inversionistas institucionales nacionales (AFP y compañías de seguros) mantenían 62% del total de la deuda doméstica emitida en Chile. (Mihaljek *et al.* 2002, cuadro 8, página 29). Tenencias significativas de deuda nacional de largo plazo mantenidas por inversionistas institucionales extranjeros reducirían el poder monopsonico de las AFP locales; sin embargo, debido a que este mercado todavía es bastante ilíquido, disuade a los inversionistas institucionales internacionales de participar en él, generando una especie de círculo vicioso de iliquidez y concentración en el mercado chileno de renta fija de largo plazo.
  14. A principios de los noventa los bonos del Banco Central representaron entre 80% y 85% de las transacciones y en 2000 su participación equivalía a 50% (Cifuentes y otros, pág. 90).
  15. El número de AFP aumentó desde 12 en 1982 a 14 en 1990 y a 21 en 1994. Y se redujo a 8 en 2000, cuando las tres mayores AFP concentraron más del 70% de los fondos totales del sistema.
  16. Las AFP están comprometidas a obtener un retorno sobre el portafolio que manejan de al menos un mínimo entre 50% del promedio amplio de la industria de fondos de pensiones o ese promedio menos 200 puntos base.
  17. Esta línea de razonamiento ha sido usada en análisis respecto a las inversiones de las AFP en el extranjero. Ver Fontaine (1996).

**Gráfico III.1**  
INVERSIONES DE LAS AFP EN BONOS DEL BANCO CENTRAL  
Y TASA DEL PRC-8(\*), 1992-2003



**Fuente:** Banco Central de Chile y Safp.

\* BCU-10 desde septiembre de 2002.

\*\* Como porcentaje de los activos de las AFP.

## b) Economía abierta

De acuerdo con la teoría de la paridad de tasas de interés, en una economía abierta, donde los inversionistas locales pueden comprar títulos internacionales y los inversionistas internacionales pueden comprar títulos locales, las tasas de interés domésticas están conectadas a las del resto del mundo. Mientras más integrados los mercados, mayor debería ser la sintonía entre las tasas de interés 'financieras' locales y las internacionales<sup>18</sup>.

De acuerdo con esta teoría, la integración de los mercados financieros local e internacional en EES ocurre rápidamente a través del mercado monetario de corto plazo. Los bancos acceden más fácilmente que otros agentes al mercado internacional para captar fondos de corto plazo y abrir cuentas de inversión en el extranjero. Similarmente, los bancos internacionales penetran rápidamente los mercados monetarios de corto plazo para explotar cualquier diferencia en las paridades cubierta y descubierta de tasas de interés:

$$\text{Paridad descubierta de tasas } (1+r_0^n)^n = (1+r_0^{*n})^n \times (1+dS_0^n) \times (1+\delta_0^n) \quad (3)$$

$$\text{Paridad cubierta de tasas } (1+r_0^n)^n = (1+r_0^{*n})^n \times (1+f_0^n) \quad (4)$$

18. Sin embargo, como se analiza en Zahler y Valdivia (1987), usualmente hay una gran diferencia entre la tasa de interés financiera de corto plazo y la tasa asociada a la productividad del capital en EES, lo cual tiene implicaciones importantes sobre las características del período de transición hacia una cuenta de capitales más abierta.

Donde  $r_0^n$  es la tasa de interés *spot* local para el período entre las fechas '0' y 'n',  $r_0^{*n}$  es la tasa de interés *spot* internacional para el período entre las fechas '0' y 'n',  $ds_0^n$  es el cambio esperado del tipo de cambio para el período entre las fechas '0' y 'n',  $\delta_0^n$  es el premio por riesgo para el período entre las fechas '0' y 'n',  $f_0^n$  es el premio *forward* para el período 'n' y S es el tipo de cambio *spot*.

Si opera la paridad descubierta de tasas, el premio *forward* debería igualar la depreciación esperada más el premio por riesgo. Esto significa que el tipo de cambio *forward* es igual al tipo de cambio esperado ajustado por el premio por riesgo; sólo si el premio por riesgo es cero, la tasa *forward* igualará al tipo de cambio esperado.

De acuerdo con esta teoría, la tasa de interés de largo plazo incorpora la paridad de tasas de interés de corto plazo a través de las tasas de interés esperadas de corto plazo, como se muestra en la ecuación (5):

$$(1 + r_0^n)^n = (1 + r_0^{*1}) \times (1 + ds_0^1) \times (1 + \delta_0^1) \dots \times (1 + r_0^{*n-1}) \times (1 + ds_0^{n-1}) \times (1 + \delta_0^{n-1}) \quad (5)$$

La cual es equivalente a:

$$(1 + r_0^n)^n = (1 + r_0^{*n})^n \times (1 + ds_0^n) \times (1 + \delta_0^n) \quad (6)$$

La ecuación (6) establece que en una economía abierta la tasa de interés de largo plazo es igual a la tasa de interés internacional de largo plazo más la depreciación esperada de largo plazo de la moneda local más el premio por riesgo de largo plazo. La depreciación esperada de largo plazo debería ser igual al diferencial de inflación esperado de largo plazo más el diferencial de crecimiento de productividad más los efectos de sobre reacción de corto plazo causados por movimientos de las tasas de interés de corto plazo.

Suponiendo que los diferenciales de inflación y de crecimiento de la productividad son relativamente estables en el largo plazo, dos supuestos bastante heroicos para EE, el efecto más volátil sobre la depreciación esperada de largo plazo del tipo de cambio es el movimiento de corto plazo del tipo de cambio. Esto ocurre debido a los efectos de sobre-reacción de corto plazo de la política monetaria actual o esperada (Dornbush, 1976). Estos movimientos, sin embargo, se reflejan sólo parcialmente en la tasa de interés de largo plazo porque se desvanecen cuando pasa el tiempo. De hecho, en la medida que las rigideces que causan la sobre reacción están concentradas en el corto plazo, los efectos de sobre reacción de largo plazo tienden a ser más pequeños.

La principal conclusión del enfoque descrito es que en una economía pequeña y abierta los movimientos en la tasa de interés doméstica de largo plazo son causados por los movimientos en las tasas internacionales de largo plazo. Su racionalidad macroeconómica<sup>19</sup>, sin embargo, no considera algunas imperfecciones bastante co-

19. De acuerdo con este enfoque, en EES integradas a la economía internacional la tasa de crecimiento esperada del PIB es altamente dependiente de la actividad económica mundial. Esto tanto por el lado de la demanda por exportaciones de EES como de los flujos de capitales disponibles para financiar el crecimiento.

nocidas de los mercados de capitales internacionales y del hecho muy significativo que el equilibrio en el sector real en EES usualmente requiere un enorme y extremadamente rápido aumento en la inversión y/o en los precios de los activos, especialmente de activos financieros no transables (acciones, por ejemplo) y/o reales (terrenos, por ejemplo) (Zahler y Valdivia, 1987, pp. 257-277).

Respecto a los mercados financieros, aquél para títulos de largo plazo en EES tiende a ser ilíquido, y por ello los inversionistas institucionales exigen un alto premio por liquidez para acceder a ellos. Esto tiende a crear una brecha entre las tasas de interés en estos mercados y los del resto del mundo, al menos por un período de tiempo. Si se aplica algún tipo de teoría del hábitat preferido, se debería observar una desconexión de corto plazo entre las tasas de interés de largo plazo locales e internacionales, si ningún agente las arbitra<sup>20</sup>. Los inversionistas institucionales podrían, si se les permite, recurrir rápidamente a los mercados internacionales, si les resultan atractivos y accesibles. Así, podrían llegar a ser el principal vínculo entre los mercados de títulos locales e internacionales de largo plazo.

### c) La experiencia chilena

Después de la crisis de balanza de pagos de 1982 la cuenta de capitales chilena estuvo cerrada *de facto*: había muy poco acceso al financiamiento internacional y a los inversionistas locales no se les permitía invertir en el extranjero. A fines de los ochenta y principios de los noventa se recuperó la solvencia de la economía y los inversionistas extranjeros comenzaron a demandar activos chilenos. Las empresas locales de nuevo pudieron emitir deuda bancaria en los mercados internacionales, la inversión extranjera directa aumentó y el Banco Central comenzó a acumular reservas internacionales a gran velocidad. Había significativas presiones a la apreciación del peso (Ffrench-Davis y Villar, 2005).

Con el nuevo entorno económico, que estaba costando grandes pérdidas cuasi fiscales, el Banco Central estimuló las salidas de capital facilitando las inversiones extranjeras para la mayoría de los agentes locales, excepto bancos e inversionistas institucionales, a los cuales, por razones prudenciales, también se les permitió invertir, pero de manera más gradual y selectiva. También estableció regulaciones para limitar y reducir la velocidad de excesivas entradas de capital de corto plazo. Las

---

20. Existe un potencial arbitraje entre el mercado de bonos de largo plazo y el mercado accionario. De hecho, los inversionistas institucionales internacionales (cuando se les permite) tienden a ser grandes actores en los mercados accionarios de EES, y no tanto en sus mercados de bonos locales. Entonces, si por ejemplo, los inversionistas institucionales empujan los precios de las acciones al alza y los retornos accionarios esperados hacia abajo, el arbitraje entre el mercado de acciones y bonos empujaría los precios de los bonos locales al alza y su tasa de interés de largo plazo a la baja. La magnitud de la conexión depende del grado de sustitución entre los dos tipos de activos.

principales medidas relativas a la apertura de la cuenta de capitales fueron las siguientes<sup>21</sup>:

En 1991 el período de espera para las remesas de capital para inversiones ingresadas bajo el mecanismo de conversión de deuda en acciones (capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central) fue reducido de diez a tres años, y se autorizó a los exportadores a mantener sus retornos en moneda extranjera afuera por un período de 150 días antes de venderlas en el mercado formal doméstico. A los bancos se les permitió tener hasta US\$ 400 millones antes de vender el exceso al Banco Central, *versus* el límite previo de US\$ 200 millones. En 1993 el período mínimo de repatriación para la IED fue reducido de tres a un año. En 1994 el límite a las tenencias de moneda extranjera para los bancos fue eliminado y a los exportadores se les permitió vender en el mercado nacional 'informal' hasta US\$ 15 millones. En 1995 se le permitió a las compañías de seguro invertir afuera hasta el 13% y a los fondos mutuos hasta el 30% de sus respectivos portafolios y a los exportadores se les permitió vender afuera la totalidad de los retornos de sus exportaciones. En 1996 a los fondos mutuos se les permitió invertir el 100% de sus fondos en el extranjero. En 1997 cualquier persona o empresa<sup>22</sup> fue autorizada a invertir en el extranjero libremente.

Así, desde 1997 las salidas de capitales han sido completamente libres para personas y empresas, con la excepción de bancos e inversionistas institucionales, los cuales estaban sujetos a limitaciones regulatorias por su propia ley, por la Superintendencia de Valores y Seguros y/o por el Banco Central.

El cuadro III.4 muestra la evolución de las tenencias de las AFP de activos internacionales y los límites establecidos por el Banco Central<sup>23</sup>. Aunque las inversiones en el extranjero de las AFP fueron autorizadas en 1992, no comenzaron a usar esta alternativa hasta 1993. Sin embargo, *hasta agosto de 1997 habían invertido menos de 1% de sus activos totales en el extranjero, un patrón que cambió de forma abrupta y significativa sólo durante 1998.*

Nuestra hipótesis es *que cuando las AFP invierten montos significativos de sus activos en el extranjero, aumenta la correlación de las tasas de interés locales de largo plazo con las tasas internacionales de largo plazo.*

Testeamos la causalidad entre la tasa del bono chileno emitido por el Banco Central a 8 años en UF (PRC-8) y la tasa de interés del bono del Tesoro de Estados Unidos a 5 años, para dos períodos de tiempo: entre junio de 1996 y septiembre de 1998, y

21. La liberalización y apertura de la cuenta de capitales de Chile implementada entre mediados de 1991 y mediados de 1996 fue llevada adelante con un ritmo coherente con el objetivo del equilibrio macroeconómico global. Véase Zahler (1998).

22. Excepto, por razones prudenciales, los bancos, fondos de pensiones y las compañías de seguros.

23. La regulación chilena respecto a las inversiones en el extranjero de las AFP distinguió entre instrumentos de renta fija (principalmente bonos) e instrumentos de renta variable (principalmente acciones). Sin embargo, esta distinción no es muy relevante para las consecuencias macroeconómicas de las inversiones de las AFP en el extranjero.

entre octubre de 1998 y enero de 2002. Usamos 1998 como año de referencia porque las inversiones de las AFP en el extranjero 'saltaron' desde US\$ 272 millones en 1997 (1,1% de sus activos) a US\$ 1.400 millones en 1998, equivalente a 5,6% de sus activos<sup>24</sup>, un monto que debería haber dado suficiente libertad para explotar sus visiones sobre el valor relativo de los activos externos y locales.

Las ecuaciones testeadas fueron:

$$PRC_t = \alpha + \sum_{\ell=1}^{10} \alpha_{\ell} \times PRC_{t-\ell} + \sum_{\ell=1}^{10} \beta_{\ell} \times UST_{t-\ell} \quad (a)$$

$$UST_t = \alpha + \sum_{\ell=1}^{10} \alpha_{\ell} \times UST_{t-\ell} + \sum_{\ell=1}^{10} \beta_{\ell} \times PRC_{t-\ell} \quad (b)$$

donde PRC es la tasa del Pagaré Reajutable (indexado) con Cupones a 8 años del Banco Central y UST es la tasa en dólares del bono del Tesoro de EE.UU. a 5 años.

Los resultados fueron los siguientes:

Causalidad de Granger entre junio 1996 y septiembre 1998

Hipótesis nula:	OBS	Estadístico F	Probabilidad
PRC no causa UST	159	1,80836	0,06445
UST no causa PRC		0,89516	0,53957

Causalidad de Granger entre octubre 1998 y enero 2002

Hipótesis nula:	OBS	Estadístico F	Probabilidad
PRC no causa UST	122	1,06530	0,39597
UST no causa PRC		4,85554	1,1E-05

El test muestra que hay un claro cambio de la influencia entre las tasas de interés de largo plazo del Tesoro de Estados Unidos y el PRC a 8 años del Banco Central de Chile antes y después de 1998<sup>25</sup>. El gráfico III.2 ilustra este resultado.

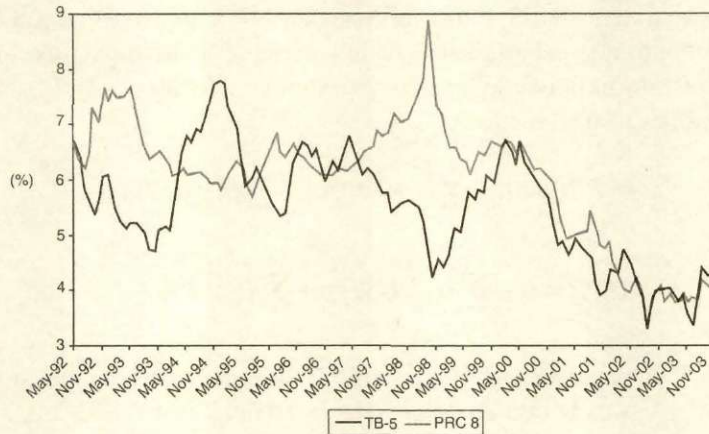
Durante 1998 la tasa de interés local de largo plazo aumentó sustancialmente, mientras que el rendimiento del UST a cinco años disminuyó. Esto ocurrió debido a una política monetaria extremadamente contractiva seguida por el Banco Central para enfrentar un significativo déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, junto con un aumento en el riesgo país de Chile (gráfico III.3) que siguió a los aumentos generalizados de los premios por riesgo en EES desencadenados por las crisis asiática y rusa. Más allá de aquella consideración, la correlación entre el bono del Tesoro estadounidense a 5 años y el PRC chileno a 8 años aumentó sustancialmente después de 1998.

El cambio respecto a la vinculación entre las tasas de interés internacionales de largo plazo y las locales no ocurrió hasta cerca de tres años después de que se les *permitió* a las

24. En ambos años podrían haber invertido en el extranjero hasta 12% de sus activos totales.

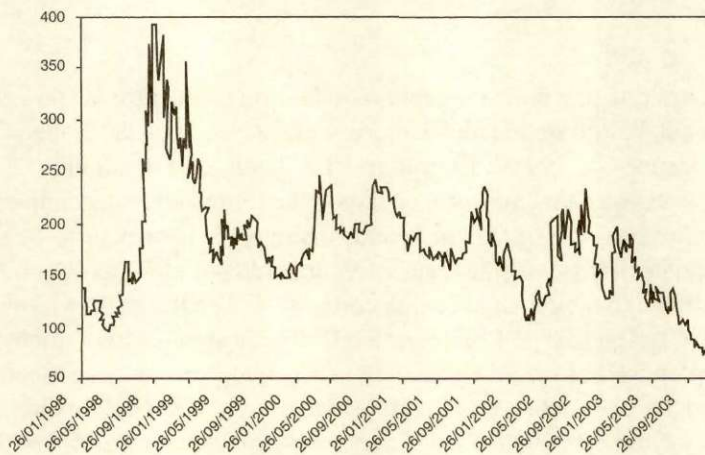
25. No realizamos un análisis empírico más riguroso entre estas dos variables, lo cual habría requerido controlar por cambios en la apertura global de la cuenta de capitales, regímenes cambiarios, expectativas de devaluación, los límites regulatorios de las AFP y las intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario.

**Gráfico III.2**  
TASA DEL PRC-8 CHILENO Y EL UST A 5 AÑOS, 1992-2003(\*)



**Fuente:** Banco Central de Chile y [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)  
\* BCU-10 y TB-10 desde septiembre de 2002.

**Gráfico III.3**  
PREMIO POR RIESGO BONO DEL GOBIERNO CHILENO, 1998-2003  
(puntos base)



**Fuente:** Bloomberg.

AFP invertir en el extranjero una parte más importante de sus portafolios, y ocurrió sólo después que invirtieron *efectivamente* de forma importante en el extranjero. Esto puede ser explicado, al menos parcialmente, porque la cuenta de capitales de Chile estuvo menos abierta hasta 1997. De hecho, la mayoría de las medidas que habían sido aplicadas



hasta 1996 para graduar la velocidad de la integración financiera con el resto del mundo fueron removidas en 1997 y 1998, aumentando así la conexión entre la tasa de interés local e internacional. Además, parte de la resistencia de las AFP a mover los fondos hacia fuera reflejaba la expectativa de mayores retornos domésticos. Tal vez, más importante, la tendencia hacia la apreciación de la moneda local (UF) hasta fines de 1997 reforzó las expectativas de apreciación durante el período y sesgó las inversiones de las AFP a favor de activos denominados en pesos o UF, como muestra el gráfico III.4. Sólo en 1998 comenzó un nuevo ciclo de depreciación de la moneda chilena.



Fuente: Banco Central de Chile y Safp.

## 5. INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES Y EL TIPO DE CAMBIO

Cuando una economía cerrada abre su cuenta de capitales, debería producirse un ajuste del *stock* de activos tanto de los inversionistas locales como de los extranjeros. Los inversionistas locales tendrán una demanda deseada por títulos internacionales y los extranjeros una demanda neta por títulos locales. Debería esperarse que los flujos hacia EES fueran significativamente mayores que los flujos de salida desde EES. Sin embargo, este último movimiento debería estar dominado por inversionistas institucionales, dados los beneficios esperados asociados a la diversificación de riesgo y a mejores retornos<sup>26</sup>.

Dado su tamaño, *el efecto de los inversionistas institucionales en el mercado cambiario podría ser sustancial* (J.P. Morgan, 2002). Este efecto debería ser aún

26. Estos beneficios, para el caso chileno, son desarrollados en Valente (1988, 1991).

más intenso en un país como Chile, considerando la ya mencionada concentración de la industria y la regulación de las AFP respecto a la tasa de rentabilidad. Y los retornos esperados de corto plazo son los que tienden a dominar las decisiones de los inversionistas, incluidos los institucionales. Así, en condiciones bastante normales, *las decisiones de asignación de fondos en el extranjero por parte de los fondos de pensiones tenderán a estar dominadas por la apreciación o depreciación esperada de corto plazo de la moneda en comparación con los diferenciales de tasas de interés.* Sólo a través del tiempo, los objetivos de inversión de largo plazo impregnan las políticas de los inversionistas institucionales.

Junto con dar al Banco Central el poder de determinar autónomamente los controles cambiarios y de capitales, la ley del Banco Central de 1989 proveyó un nuevo marco regulatorio para las transacciones de cambios internacionales: estableció que todas las transacciones son libres, excepto las reguladas por el Banco Central. A éste se le dio la facultad de regular las transacciones de la balanza de pagos, pero no de prohibir transacciones no reguladas.

De este modo, han coexistido dos mercados cambiarios: el formal, compuesto principalmente por el sistema bancario y el Banco Central, donde se hacen todas las transacciones reguladas, y un mercado informal legalizado, en el cual se realizan las transacciones no reguladas. Esta coexistencia apuntaba a dos objetivos: preservar la estabilidad de los pagos externos y permitir que el mercado cambiario sea libre y legal.

El Banco Central publicó un conjunto de regulaciones en su “Compendio de Normas de Cambios Internacionales” (CNCI), aplicable a todas las transacciones en el mercado formal; en particular, a las relativas a las inversiones extranjeras de inversionistas institucionales, de los cuales los más importantes son las AFP.

Inicialmente hubo tres preocupaciones principales respecto a las inversiones internacionales de las AFP: (i) una preocupación política, relacionada con la inversión en el extranjero de los ahorros obligatorios de los chilenos; (ii) las autoridades querían que la apertura fuera gradual, para suavizar el proceso de aprendizaje, el cual incluía la evaluación apropiada de los costos de transacción e información de las inversiones en el exterior; y (iii) hubo preocupación respecto a la *desestabilización potencial del mercado cambiario si las AFP invertían o desinvertían una porción significativa de sus activos en el extranjero en un período corto de tiempo.*

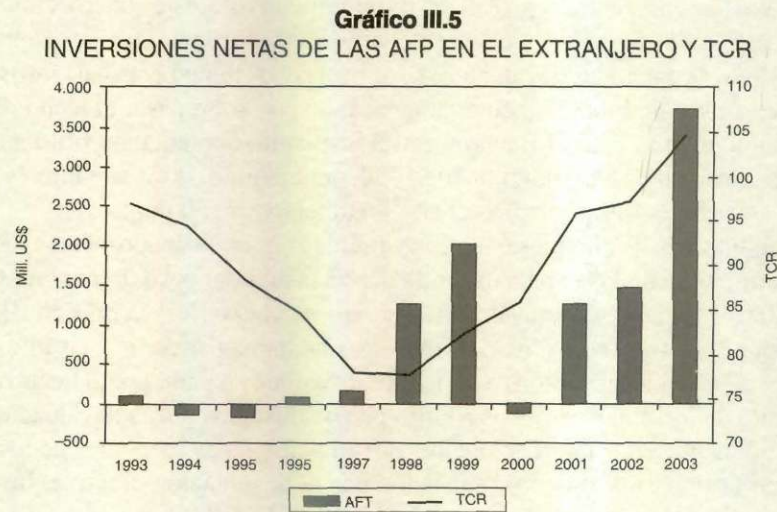
Así, la estrategia fue permitir gradualmente a las AFP invertir en el extranjero. Y aunque los beneficios microeconómicos de la diversificación internacional eran claros, el tamaño, la concentración y la regulación de la industria chilena de AFP podrían causar desequilibrios macroeconómicos si se les permitía invertir en el extranjero rápida y significativamente<sup>27</sup>. En consecuencia, se tomaron en cuenta algunas consi-

---

27. Debido, principalmente, al comportamiento y horizonte temporal de los agentes financieros y, más específicamente, al efecto ‘manada’ que caracteriza a la industria chilena de AFP, debido a su regulación.

deraciones macroeconómicas en la regulación de las inversiones internacionales de los fondos de pensiones chilenos durante la primera mitad de los noventa<sup>28</sup>.

La primera salida de capitales de las AFP, por un monto de US\$ 90 millones (gráfico III.5), ocurrió en el segundo trimestre de 1993; representaba sólo el 0,6% de su portafolio y puede ser interpretada como un intento exploratorio inicial de las AFP en materia de inversiones en el exterior.



**Fuente:** Banco Central de Chile.

Menos = entradas netas a las AFP; Más = salidas netas de las AFP.

Desde comienzos de la década y hasta fines de 1997, el tipo de cambio nominal observado se mantuvo cercano al piso de la banda cambiaria (Ffrench-Davis y Villar, 2005). Esta situación, junto con el gran incremento de las reservas internacionales del Banco Central, generó expectativas de apreciación real persistente. Esta expectativa generalizada de apreciación, junto con un diferencial de retornos favorable a las inversiones locales (bonos y acciones), generó inversiones casi nulas de las AFP en el extranjero hasta 1997. En julio de ese año, cuando el colapso de la economía tailandesa ‘gatilló’ la crisis asiática, las AFP tenían menos de 1% de sus fondos totales invertido en el extranjero, porcentaje notablemente menor al límite máximo de 12%.

28. Fontaine (1996) analiza consideraciones macroeconómicas que podrían justificar algún tipo de regulación de las inversiones de las AFP en el extranjero. Éstas se relacionan, por un lado, con el costo fiscal asociado a las reformas del sistema de pensiones y a la necesidad de desarrollar un mercado de capitales doméstico solvente y líquido; y por otro lado, a los eventuales efectos desestabilizadores, especialmente en el tipo de cambio real, de cambios repentinos en sus portafolios si es que el país enfrenta severos problemas de balanza de pagos.

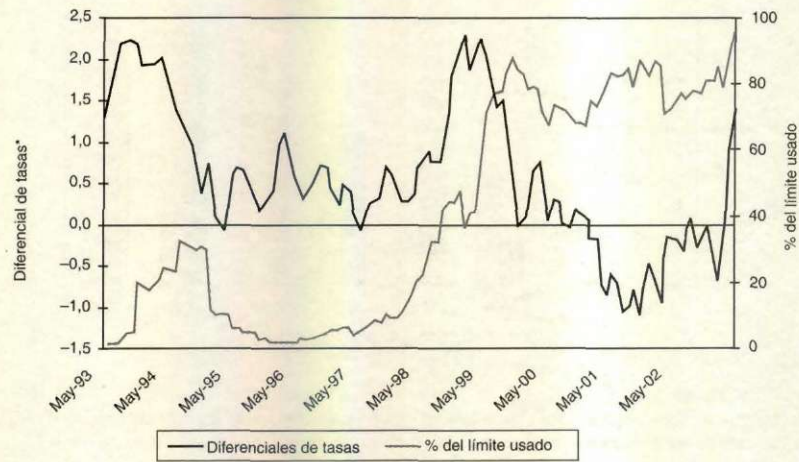
Durante 1996 y 1997 Chile experimentó altas tasas de crecimiento del PIB, pero el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos creció significativamente, mientras el peso continuaba apreciándose y aumentaba la deuda externa de corto plazo. En consecuencia, el país se tornó bastante vulnerable a *shocks* externos. Cuando esos *shocks*, 'gatillados' por la crisis asiática, tuvieron lugar entre enero de 1998 y mediados de 1999 (los términos de intercambio de Chile cayeron el equivalente a 3% del PIB y hubo una salida de capitales por parte de las AFP equivalente al 4,8% del PIB de 1998) el país se vio forzado a realizar un significativo ajuste macroeconómico: la demanda agregada cayó 10% y el PIB se contrajo 1% (Ffrench-Davis y Tapia, 2001). Durante 1998 las presiones devaluatorias sobre el peso chileno eran casi insostenibles. El tipo de cambio nominal aumentó, amenazando con sobrepasar el techo de la banda cambiaria, ante lo cual el Banco Central respondió aumentando bruscamente las tasas de interés reales; en septiembre de 1998, por ejemplo, la tasa de interés real a 90 días casi alcanzó el 18%, mientras el PRC-8 aumentó en 100 puntos.

La combinación de choques externos y políticas internas inapropiadas fue el principal determinante de las expectativas de depreciación del peso, lo cual motivó a las AFP a realizar rápidas y sustanciales inversiones en el exterior. El gráfico III.6 muestra que incluso hasta mediados de 1998 las AFP habían invertido en el extranjero menos del 20% del límite autorizado, lo que se explica en parte por el hecho de que el rendimiento de los bonos chilenos a largo plazo, ajustados por la devaluación efectiva, excedió los retornos internacionales. Por su parte, hasta mediados de los noventa los índices accionarios chilenos, ajustados por la devaluación efectiva, tuvieron un mejor desempeño que los de Estados Unidos (gráfico III.7).

En 1998, en la medida en que se acumulaban las presiones de devaluación del peso, las AFP tenían inversiones en el exterior por US\$ 1.600 millones, monto equivalente al 29% de las salidas de cartera en la cuenta de capitales (gráfico III.8). Las inversiones internacionales brutas de las AFP aumentaron aún más en 1999, sobre US\$ 4 mil millones, monto equivalente al 36% de las salidas de portafolio. Durante 2000, con la calma de los mercados internacionales, las AFP comenzaron a repatriar parte de sus inversiones y, en términos netos, generaron una entrada de alrededor de US\$ 100 millones. Entre 2001 y 2003, las AFP invirtieron en el extranjero US\$ 33.100 millones en términos brutos y US\$ 6.500 millones netos.

El gráfico III.8 muestra que las AFP se han convertido en un agente crecientemente importante en el mercado cambiario al contado (*spot*) chileno, medido por los flujos de cartera. De hecho, mientras en 1996-97 los flujos totales de las AFP (entradas y salidas) representaban 7,5% de los flujos totales de cartera (entradas y salidas), en 1998-99 este porcentaje aumentó a 26% y en 2000-03 a 57%. Sin embargo, la información disponible para 2000-03 indica que alrededor de la mitad de las inversiones de las AFP en el exterior estaban protegidas en el mercado a futuro, lo cual significa que la presión neta de las AFP sobre el mercado cambiario es menor que la que indica su posición al contado.

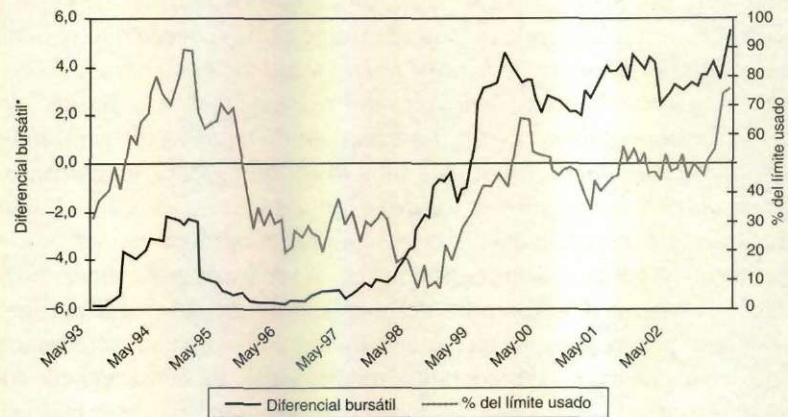
**Gráfico III.6**  
INVERSIONES EN EL EXTRANJERO DE LAS AFP Y DIFERENCIAL DE TASAS DEL BONO DE LARGO PLAZO, 1993-2003



**Fuente:** Banco Central de Chile, SAFF y [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

\* Promedio móvil de doce meses de la tasa del PRC - 8 (expresada en dólares) menos tus - 5 (en porcentaje). BCU-10 y TB-10 desde septiembre de 2002.

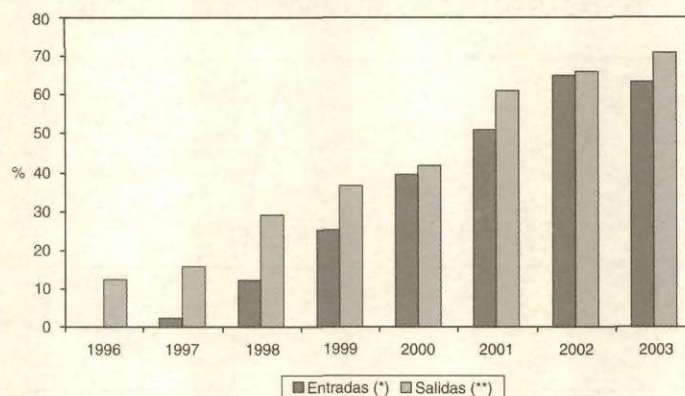
**Gráfico III.7**  
INVERSIONES EN EL EXTRANJERO DE LAS AFP Y DIFERENCIAL DE ÍNDICES BURSÁTILES, 1993-2003



**Fuente:** Banco Central de Chile y SAFF.

\* Promedio móvil de doce meses de la diferencia de retornos de los índices IGPA y Dow Jones (en porcentaje).

**Gráfico III.8**  
FLUJOS INTERNACIONALES BRUTOS DE LAS AFP, 1996-2003



**Fuente:** Banco Central de Chile.

\* Como porcentaje de las entradas brutas de la cuenta de capitales deducidas las entradas brutas de IED.

\*\* Como porcentaje de las salidas brutas de la cuenta de capitales deducidas las salidas brutas de IED.

Esto pone de relieve que, contrariamente a lo que se suele afirmar (Turner, 2002, p. 6), permitir a los inversionistas institucionales mantener una elevada proporción de sus activos en el extranjero (denominados en moneda extranjera) no implica que las EES tendrán un amortiguador contra la volatilidad del tipo de cambio. De hecho, la experiencia chilena de 1998-2003 sugiere que si no se ponen restricciones a la velocidad a la que se puede hacer el ajuste de *stock*, las AFP tienden a actuar como un agente financiero orientado al corto plazo, buscando los retornos de corto plazo de una moneda que se aprecia y/o la protección frente a una moneda que se deprecia. En el proceso *el comportamiento de las AFP puede terminar aumentando la volatilidad cambiaria y exacerbando las desviaciones del valor de mercado del tipo de cambio real respecto de su equilibrio de largo plazo, complicando y volviendo más costoso el manejo macroeconómico global, con muy probables efectos negativos sobre los pensionados, quienes esperan retornos de largo plazo.*

Adicionalmente, la contabilidad de las AFP chilenas es *mark-to-market*; en consecuencia, las ganancias y pérdidas son registradas en todas sus transacciones, nacionales e internacionales. A pesar del desarrollo del mercado de capitales chileno, los bonos y acciones elegibles por las AFP son aún bastante ilíquidos en comparación a bonos y acciones similares en los mercados de economías desarrolladas. En consecuencia, cuando necesitan liquidez o cuando están presentes incentivos para transar, las AFP podrían preferir, *ceteris paribus*, operar con títulos extranjeros en lugar de los bastante ilíquidos títulos locales. Esta facilidad para transar títulos denominados en moneda extranjera aparentemente también contribuyó al significativo efecto desestabilizador sobre el tipo de cambio y la necesidad de sobreajuste de la política monetaria del Banco Central en 1998.

En síntesis, en cada año desde 1997 hasta 2003 los fondos de pensiones chilenos se comportaron de manera procíclica respecto al mercado cambiario. Como se mencionó, dado el tamaño, concentración y regulación de la industria, bajo condiciones bastante normales las decisiones de las AFP relativas a activos denominados en moneda extranjera estarán dominadas por los movimientos esperados de corto plazo de los tipos de cambio en relación con los diferenciales de tasas de interés, exacerbando así las presiones del mercado sobre el tipo de cambio, excepto por su cobertura en el mercado a futuro, y muy probablemente requiriendo un grado de ajuste macroeconómico mayor al necesario. En términos generales, no es claro que los beneficios derivados de la diversificación de riesgos, asociada a tenencias significativas de activos internacionales por parte de los inversionistas institucionales, superen a los costos asociados al sobreajuste macroeconómico requerido para enfrentar los efectos del propio comportamiento procíclico de dichos inversionistas en los mercados financiero y cambiario nacionales.

## 6. CONCLUSIONES E IMPLICACIONES DE POLÍTICA

Basándose en la experiencia chilena reciente, este estudio analiza algunas de las implicaciones macroeconómicas de los fondos de pensiones administrados privadamente en EES.

En el mediano y largo plazo los fondos de pensiones influyen en el proceso de ahorro nacional total y en el desarrollo de los mercados de capitales locales. El efecto que los fondos de pensiones reformados tienen sobre el ahorro nacional no es claro. Por un lado, la transferencia desde un sistema de reparto a uno de capitalización individual administrado en forma privada genera, durante un período transitorio bastante largo, un sustancial déficit fiscal. Adicionalmente, el ahorro obligatorio impuesto por el nuevo sistema, el cual se espera que alcance mayores retornos que el antiguo, podría generar algún tipo de sustitución intertemporal por parte de los individuos, los que tenderían a gastar más en el presente contra sus ahorros previsionales.

Por su parte, el desarrollo de mercados de capitales de largo plazo en EES se ve significativa y positivamente influenciado por la existencia de estos nuevos grandes inversionistas institucionales, los cuales: (a) generan una demanda por las acciones de empresas y por bonos corporativos de largo plazo; (b) proveen liquidez a los mercados de acciones y bonos, lo cual aumenta la demanda por estos activos financieros, típicamente de largo plazo; (c) contribuyen a mejorar el gobierno corporativo de las empresas, lo cual a su vez facilita el desarrollo de los mercados de bonos y acciones.

Chile ha desarrollado un mercado local relevante de bonos de largo plazo en moneda nacional (UF). Este mercado se desarrolló *pari passu* con el crecimiento de los fondos de pensiones privados (AFP), que son los principales tenedores de bonos de empresas y del Banco Central, de manera que su influencia sobre este desarrollo es evidente.

Pero los bonos chilenos de largo plazo están indexados a la inflación pasada, y la pregunta que subsiste es si esta indexación es una parte esencial del desarrollo del mercado de bonos, especialmente en países típicamente inflacionarios, como muchos de América Latina. Los bonos indexados a la inflación resuelven una serie de problemas en economías con tasas de inflación altas e inciertas. Primero, contribuyen a *completar* los mercados financieros. Con bonos indexados la tasa de interés real de largo plazo puede fijarse, algo que no puede hacerse mediante la renovación regular de instrumentos de corto plazo. Segundo, la emisión de bonos indexados puede reducir significativamente los costos de financiamiento de las empresas. Tercero, los bonos indexados estimulan las emisiones de largo plazo, debido a que con alta inflación el incentivo a extender la madurez de los bonos es bajo, a pesar del premio por riesgo inflacionario.

En el caso de Chile, la indexación ha sido un factor trascendental en el desarrollo del mercado de bonos de largo plazo, pero sin el significativo y creciente poder comprador de las AFP este mercado no se habría desarrollado tanto como lo hizo. Esto puede verse fácilmente considerando que después de diez años de desarrollo del mercado de bonos, las AFP mantienen más del 50% de los bonos del Banco Central y del sector privado, y cerca del 75% de los bonos hipotecarios emitidos por instituciones financieras (LH).

En términos de las *implicaciones macroeconómicas de corto plazo* de las AFP, cuando la economía está relativamente cerrada, argumentamos que el efecto de los fondos de pensiones en la estructura temporal de tasas de interés podría ser significativo, dado que son los principales actores en el mercado. En Chile esto es reforzado porque la industria de los fondos de pensiones se ha vuelto crecientemente concentrada, lo cual ha creado un virtual monopsonio entre los inversionistas institucionales, debido al tamaño relativamente pequeño de los fondos mutuos. Adicionalmente, como la regulación de las AFP las estimula a tener portafolios similares, esto también contribuye a esperar que sus transacciones afecten significativamente la curva de rendimiento nacional. Sin embargo, esta hipótesis requiere mayor investigación.

Luego, extendimos el análisis a una economía con una cuenta de capitales más abierta, donde a los inversionistas institucionales se les permite invertir en títulos extranjeros. En este escenario, la teoría establece que la tasa de interés local de largo plazo tiende a igualar la tasa de interés internacional de largo plazo más la apreciación o depreciación esperada de largo plazo más el premio por riesgo de largo plazo. Sin embargo, como los mercados de EES para instrumentos de largo plazo tienden a ser bastante ilíquidos, los inversionistas internacionales exigen un mayor premio por liquidez para acceder a ellos. Esto contribuye a aislar a estos mercados emergentes de largo plazo de los del resto del mundo, al menos por algún tiempo. Si prevalece algún tipo de teoría del hábitat preferido de la estructura temporal de tasas de interés, podría persistir alguna desconexión entre las tasas de interés de largo plazo locales y externas, si ningún agente las arbitra. Los inversionistas institucionales nacionales,



si se les permite invertir fuertemente en el extranjero, podrían recurrir a los mercados internacionales cuando les resultan atractivos y accesibles, y llegar a ser el principal vínculo entre los mercados local e internacional de títulos de largo plazo.

Estando consciente de los potenciales mecanismos de ajuste distorsionadores en el normalmente bastante largo período de transición hasta que se alcanza el *stock* deseado de activos locales e internacionales, la evidencia empírica de la economía chilena sugiere que cuando aumenta la apertura financiera y cuando las AFP pueden invertir significativamente en el extranjero, los movimientos en la tasa de interés 'financiera' de largo plazo están bastante correlacionados con los de las tasas de interés de los bonos internacionales. Probamos el enfoque teórico mencionado para la economía chilena durante los años noventa. El test mostró que hay un claro cambio de la influencia entre el bono del Tesoro de Estados Unidos a 5 años y el PRC a 8 años del Banco Central de Chile, antes y después de 1998, año en que las AFP comenzaron a asignar una parte significativa de sus portafolios a sus activos en el extranjero.

Una explicación para este cambio se refiere al hecho de que entre mediados de 1997 y 1998, las medidas aplicadas durante la primera mitad de los noventa para desvincular parcialmente la tasa de interés chilena de la internacional, fueron en su mayoría suprimidas. Sin embargo, las AFP no desempeñaron un papel de arbitraje sino hasta 1998, no sólo debido a los efectos de estas medidas sino muy crucialmente porque hasta fines de 1997 los movimientos esperados y efectivos del tipo de cambio indicaban que el peso estaba subvaluado. Además, en este período los retornos sobre los bonos de largo plazo de Chile, y en menor grado los retornos de la bolsa, fueron mayores que en Estados Unidos.

Desde fines de 1997 los activos financieros se volvieron más rentables en Estados Unidos que en Chile. Adicionalmente, hubo un gran cambio en las expectativas del tipo de cambio hacia una devaluación del peso, debido a los efectos directos e indirectos de las crisis asiática y rusa sobre la, en ese momento, altamente vulnerable economía chilena. Esto aumentó el retorno esperado de los activos financieros denominados en dólares y permitió una conexión mucho mayor entre las tasas de interés locales e internacionales. La velocidad y cantidad de las inversiones de las AFP en el extranjero es una indicación clara de que ellas facilitaron esta conexión. Esto contribuyó a hacer más intensas las presiones devaluatorias y, en consecuencia, la reacción del Banco Central, y requirió de un proceso de ajuste macroeconómico más costoso.

El análisis de la experiencia chilena sugiere, por tanto, que la importancia de los inversionistas institucionales es tal que las normativas y reglamentos *que rigen sus decisiones de portafolio deberían incorporar* no sólo *consideraciones* microeconómicas, sino también otras *referidas a la estabilidad macroeconómica y el crecimiento*.

Un tema macroeconómico se refiere a los –usualmente bastante largos– efectos transitorios sobre el déficit fiscal de la transición desde un sistema previsional de reparto a uno de capitalización individual administrado por privados (Fontaine, 1996; Reisen, 1997; Uthoff, 2001). Otra consideración macroeconómica se refiere a demo-

rar la liberalización de las inversiones hacia el exterior de los fondos de pensiones como una forma de ayudar a crear o profundizar el tamaño y/o liquidez del mercado de capitales interno de largo plazo. En otras palabras, los inversionistas institucionales desempeñan un papel fundamental al llenar la brecha de financiamiento de largo plazo que existe en la mayoría de las EES, facilitar la privatización de empresas públicas (Fontaine, 1996; Reisen y Williamson, 1996) y mejorar el marco regulatorio del sector financiero.

Las AFP chilenas, en el proceso de intentar maximizar beneficios, afectan y son afectadas por las percepciones de mercado, particularmente con respecto a expectativas de cambios en la política monetaria y en los tipos de cambio. Además, una vez maduro el nuevo sistema previsional, las AFP pueden, dado su significativo tamaño, terminar liderando las expectativas del mercado. El ajuste recesivo macroeconómico chileno de 1998-99 sugiere que, en ausencia de regulaciones apropiadas, el cambio deseado en el portafolio de las AFP tuvo lugar principalmente a través de movimientos abruptos y masivos de flujos hacia el exterior. Esto contribuyó a exacerbar las devaluaciones efectivas y las esperadas, especialmente en la medida en que esos movimientos no estaban cubiertos del riesgo cambiario, profundizando el ajuste macroeconómico recesivo. *Este resultado macroeconómico, al aumentar el desempleo, reducir los salarios reales y/o reducir la rentabilidad doméstica de las AFP, afecta directamente al bienestar de los futuros pensionados.* Para reducir este impacto indeseado, una tercera política macroeconómica se refiere a la conveniencia de establecer, además de límites a los montos invertidos en títulos extranjeros, *otros a la velocidad con la cual los fondos de pensiones pueden cambiar sus portafolios de títulos internacionales.* Por ejemplo, el Banco Central podría establecer, dependiendo de la situación global de la política macroeconómica, un límite a los flujos de salida (Fontaine, 1996) o entrada de los inversionistas institucionales por un período de tiempo (un mes, por ejemplo). Esto podría ser implementado como una función de la tenencia de los títulos de moneda extranjera de cada AFP o como un monto fijo a ser subastado entre los inversionistas institucionales. Esta política debería ayudar a reducir la volatilidad cambiaria y la profundidad del ajuste macroeconómico, cuando sea requerido. Sin embargo, no debe recargarse a los inversionistas institucionales con este tipo de regulación, pues existen situaciones cuando, por ejemplo, se necesita una respuesta más rápida de parte de esos inversionistas para proteger mejor la rentabilidad de los fondos de los pensionados.

Finalmente, una consideración sobre la regulación de los fondos de pensiones, dirigida a reducir su eventual efecto negativo sobre la estabilidad macroeconómica, se refiere a su capacidad de transacción. En principio, los inversionistas de largo plazo, como los fondos de pensiones o las compañías de seguros, no tienen las mismas necesidades de liquidez que la mayoría de otros participantes en los mercados financieros. Para graduar un comercio 'excesivo' en títulos extranjeros, la regulación podría requerir a los fondos de pensiones registrar sus títulos en una cuenta de

'inversión' o en una cuenta de *trading* (transacciones). La cuenta de inversión podría estar relacionada a un criterio de 'comprar y mantener' (y no para hacer líquidas esas inversiones en el corto plazo), y podría haber algún incentivo para asignar parte importante de los títulos en moneda extranjera de las AFP a esa cuenta. Esto induciría a los inversionistas institucionales a ser menos activos en transar (y más activos en mantener) instrumentos extranjeros, contribuyendo así a reducir la volatilidad y el comportamiento procíclico de los fondos de pensiones nacionales en el mercado cambiario.

#### REFERENCIAS

- Akerloff, G. (1970), "The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, agosto.
- Campbell, J. y R. Shiller (1996), "A Scorecard for indexed government debt", *NBER Working Paper* 5587, Cambridge, Mass.
- Cifuentes, R., J. Desormeaux y C. González (2002), "Capital markets in Chile: from financial repression to financial deepening", en *The Development of Bond Markets in Emerging Economies*, BIS Papers No. 11, junio.
- Dornbusch, R. (1976), "Exchange rate dynamics", *Journal of Political Economy*, diciembre.
- Fontaine, J. A. (1996), "Are there (good) macroeconomic reasons for limiting external investments by pension funds? The Chilean experience", en S. Valdés-Prieto (ed.), *The Economics of Pensions: Principles, Policies and International Experience*, Cap. 9, Cambridge University Press, Nueva York.
- Ffrench-Davis, R. (2005), "Macroeconomía para el crecimiento y globalización financiera: cuatro temas estratégicos", en este volumen.
- \_\_\_\_\_ (2004), *Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad: tres décadas de política económica en Chile, Siglo XXI*, Buenos Aires.
- \_\_\_\_\_ y H. Tapia (2001), "Tres variedades de políticas en Chile frente a la abundancia de capitales", en R. Ffrench-Davis (ed), *Crisis financieras en países 'exitosos'*, McGraw-Hill, Santiago.
- \_\_\_\_\_ y L. Villar (2005), "Estabilidad macroeconómica real y la cuenta de capitales en Chile y Colombia", en este volumen.
- Harrison, P. (2002), "The impact of market liquidity in times of stress on the corporate bond market: pricing, trading, and availability of funds during heightened illiquidity", *BIS CGFS Conference Paper* No. 2, octubre.
- J. P. Morgan (2002), "Pension fund reform: anticipating FX implications", *Global Foreign Exchange Research*, Nueva York, diciembre 17.
- Lee, J. Y. (2000), "The role of foreign investors in debt market development: conceptual frameworks and policy issues", *World Bank Working Paper* N° 2428.
- Mihajek, D., M. Scatigna y A. Villar (2002), "Recent trends in bond markets", en *The Development of Bond Markets in Emerging Economies*, BIS Papers No. 11.
- Ocampo, J. A. (2005), "Los caminos para superar las frustraciones de crecimiento de América Latina: los nexos macro y mesoeconómicos", en este volumen.

- Reinstein, A. (2002), "Issues in building corporate money and bond markets in developing-market economies", presentado en el Bond Market Development Workshop, Banco Interamericano de Desarrollo, noviembre.
- Reisen, H. (1997), "Liberalizing foreign investments by pension funds: positive and normative aspects", *Technical Paper* No. 120, OECD Development Center.
- \_\_\_\_\_ y J. Williamson (1996), "Pension funds, capital controls, and macroeconomic stability", en S. Valdés-Prieto (ed.), *The Economics of Pensions: Principles, Policies and International Experience*, Cambridge University Press, Nueva York.
- Sanhueza, G. (1999), "La crisis financiera de los años ochenta en Chile: análisis de sus soluciones y costos", *Revista Economía Chilena*, vol. 2, N° 1, Banco Central de Chile, Santiago.
- Stiglitz, J. y A. Weiss, (1981), "Credit rationing with imperfect information", *American Economic Review* 71.
- Turner, Ph. (2002), "Bond markets in emerging economies: an overview of policy issues", en *The Development of Bond Markets in Emerging Economies*, BIS Papers No. 11.
- Uthoff, A. (2001), "La reforma del sistema de pensiones y su impacto en el mercado de capitales", en R. Ffrench-Davis y B. Stallings (eds.), *Reformas, crecimiento y políticas sociales en Chile desde 1973*, Cepal/LOM, Santiago.
- Valente, J. R. (1991), "Inversión de los fondos de pensiones en el extranjero", *Documento de Trabajo* No. 159, Centro de Estudios Públicos, Santiago, agosto.
- \_\_\_\_\_ (1988), "Diversificación internacional: una alternativa para las necesidades de inversión de los fondos de pensiones", *Documento de Trabajo* No. 109, Centro de Estudios Públicos, Santiago, diciembre.
- Vittas, D. (1998), "Institutional investors and securities markets: which comes first?", documento presentado en World Bank ABCD LAC Conference, San Salvador, El Salvador, junio.
- Walker, E. (1998), "Mercado accionario, crecimiento económico y rentabilidad esperada: Evidencia chilena", *Cuadernos de Economía* 35 (104).
- Zahler, R. (2003a), "Conclusions", en E. Demaestri, F. de Mergelina y P. Masci, (eds.), *Financial Crises in Japan and their Implications for Latin America*, publicación del Banco Interamericano de Desarrollo, Washington D.C.
- \_\_\_\_\_ (2003b), Comentario a "The China Syndrome or the Tequila Crisis", de Francisco Gil Díaz, en J. A. González (ed.), *Latin American Macroeconomic Reforms: The Second Stage*, The University of Chicago Press.
- \_\_\_\_\_ (2000), "Policy options for capital importers", en P. B. Kenen y A. K Swoboda (eds.), *Reforming the International Monetary and Financial System*, FMI, Washington D.C.
- \_\_\_\_\_ (1998), "El Banco Central y la política macroeconómica de Chile en los años noventa", *Revista de la Cepal* No. 64, abril.
- \_\_\_\_\_ y M. Valdivia (1987), "Asimetrías de la liberalización financiera y el problema de las deudas interna y externa", en C. Massad y R. Zahler (eds.), *Deuda interna y estabilidad financiera*, Cepal/ GEL (Grupo Editor Latinoamericano), Buenos Aires.

## Capítulo IV

### ESTABILIDAD MACROECONÓMICA REAL Y LA CUENTA DE CAPITALES EN CHILE Y COLOMBIA

*Ricardo Ffrench-Davis y Leonardo Villar\**

#### INTRODUCCIÓN

El manejo de los equilibrios macroeconómicos reales ha sido un factor dominante en la evolución del crecimiento económico y de la inversión productiva en las EES. El entorno macroeconómico real que enfrentan los productores, incluidos los precios macroeconómicos clave y la consistencia entre la demanda agregada y el PIB potencial, han surgido como variables esenciales para entender los pobres resultados económicos de América Latina tras las reformas. Junto con la responsabilidad fiscal y la regulación prudencial del sector financiero, estas variables conforman los *equilibrios macroeconómicos reales*. En el contexto actual, de globalización de la volatilidad financiera, los flujos de capitales han jugado un papel crucial en la sostenibilidad de estos equilibrios y en sus efectos sobre el crecimiento de las economías emergentes (Ffrench-Davis, 2005; Ocampo, 2005). Aquí, examinamos las políticas macroeconómicas implementadas por Chile y Colombia desde 1990, analizando sus logros y fallas, en función de los resultados en términos de crecimiento y sostenibilidad macroeconómica.

En 1995, cuando la crisis del tequila se extendía a muchas economías latinoamericanas, Chile y Colombia resultaron inmunes al contagio y exhibieron altas tasas de crecimiento, sin evidenciar señales de tensión financiera. Varios elementos explican este desempeño positivo. Por ejemplo, Chile se benefició de altos precios del cobre y en Colombia el descubrimiento de un importante campo petrolero atrajo cuantiosos recursos externos. Sin embargo, según muchos analistas, este buen desempeño debe atribuirse –en gran medida– al hecho de que ambos países habían implementado medidas prudenciales a fin de evitar ‘una exposición excesiva’ a los flujos de capital de corto plazo. En particular, las autoridades de ambas economías aplicaron un encaje sobre el endeudamiento externo de corto plazo, recurrieron a otros instrumentos encaminados a disminuir la vulnerabilidad interna ante los flujos de capital, y trabajaron para

---

\* Los autores agradecen los valiosos comentarios y sugerencias de Guillermo Le Fort, Carlos Quenan, Heriberto Tapia y otros participantes en dos seminarios realizados en la sede de la Cepal (Santiago de Chile) y en un encuentro técnico del G-24 en Ginebra. Las opiniones vertidas en este trabajo son de exclusiva responsabilidad de los autores y no comprometen a las instituciones en las que ellos trabajan.

evitar que la masiva afluencia de tales recursos provocara una apreciación real excesiva, desestabilizadora, de las respectivas monedas locales.

El paralelo entre Chile y Colombia volvió a quedar de manifiesto tras las crisis asiática y rusa de 1997 y 1998. En ese período, sin embargo, los resultados no fueron tan halagadores. Los bancos centrales de ambos países habían intervenido durante muchos años en los mercados cambiarios por medio de bandas reptantes o móviles. En 1998 esas bandas se convirtieron en camisas de fuerza, de las que resultaba muy difícil librarse sin incurrir en una pérdida de credibilidad y sin exponer los mercados cambiarios a una dinámica desestabilizadora. Pese a que en ambos países la deuda de corto plazo representaba sólo una pequeña fracción del total de pasivos con el exterior, la vulnerabilidad a la crisis financiera internacional fue alta en esos años. Tanto en Chile como en Colombia, las tasas de interés reales subieron en forma abrupta en 1998 y el crecimiento del PIB fue negativo en 1999.

Las similitudes entre Chile y Colombia, sin embargo, no van mucho más allá. En Chile, durante la mayor parte de los años noventa, las tasas de crecimiento del PIB fueron muy elevadas, el sector público presentó cuentas superavitarias y el ahorro se elevó significativamente. En Colombia, en tanto, las tasas de crecimiento del producto se situaron bajo sus niveles históricos, el déficit fiscal acusó un rápido ascenso y el ahorro cayó a niveles extremadamente bajos para los estándares de ese país.

Podríamos afirmar, entonces, que si bien los resultados macroeconómicos de Chile y Colombia fueron muy disímiles, las respuestas de los dos países a las crisis financieras internacionales de 1995 y 1998-99 presentan varios elementos comunes, lo cual probablemente obedece a que ambos utilizaron instrumentos similares para regular el ingreso de capitales y los mercados de divisas. Ello torna particularmente atractivo el análisis comparativo de estas economías.

La sección 1 contiene un recuento de los contextos macroeconómicos de Chile y Colombia durante los años noventa. La sección 2 aborda la evolución de sus regímenes cambiarios. La sección 3 examina la racionalidad de las regulaciones de la cuenta de capitales y analiza los instrumentos de política que se adoptaron en cada país para regular los flujos de capitales. La sección 4 presenta algunas conclusiones.

## 1. LOS ENTORNOS MACROECONÓMICOS DE CHILE Y COLOMBIA EN LOS AÑOS NOVENTA<sup>1</sup>

### a) Inflación y la actividad económica

Chile y Colombia tenían, antes de la década de los noventa, una larga tradición de tasas inflacionarias relativamente altas, las que habían creado fuertes inercias en los

---

1. El cuadro del Anexo muestra los tamaños comparativos de ambos países: Colombia tiene una población 2,9 veces y un PIB a precios corrientes 1,3 veces los de Chile, respectivamente, pero un PIB per cápita equivalente a sólo dos tercios del de Chile y a un sexto del de Estados Unidos (a precios de paridad PPP del Banco Mundial).

procesos de formación de precios. Las tasas de inflación fueron, en promedio, bastante similares: entre 1985 y 1989, promediaron 20,4% en el caso de Chile y 24,1% en el caso de Colombia (*ver* cuadro IV.1). Durante los noventa, los bancos centrales de ambos países –que gozaban de un importante grado de autonomía– adoptaron políticas institucionales bastante similares, y procuraron avanzar hacia una mayor estabilidad de precios de manera gradual, evitando tratamientos de choque (Restrepo, 1999; Zahler, 1998). La masiva afluencia de capitales prevaeciente durante buena parte de la década de los noventa generó presiones a favor de la apreciación de las monedas locales y ayudó a los bancos centrales a reducir la inflación. Sin embargo, ninguno de estos países recurrió a anclas cambiarias estrictas para contener las alzas de precios. Por el contrario, ambos bajaron la inflación a la vez que liberalizaban sus regímenes cambiarios, pasando de los antiguos sistemas de minidevaluaciones a las bandas reptantes, y luego a regímenes de flotación. A comienzos de la década de los noventa, la inflación descendió sostenidamente en ambos países, aunque más rápidamente en Chile, país que alcanzó inflaciones de un dígito en 1994, mientras Colombia lo hizo en 1999.

**Cuadro IV.1**  
CHILE Y COLOMBIA: INFLACIÓN Y CRECIMIENTO DEL PIB, 1974-2003  
(% de variación anual)

	Chile		Colombia	
	Tasa de inflación (IPC) %	Crecimiento PIB %	Tasa de inflación (IPC) %	Crecimiento PIB %
1974-81	98,9	3,3	24,6	4,6
1982-89	20,7	2,6	22,5	3,4
1990	27,3	3,7	32,4	4,3
1991	18,7	8,0	26,8	2,0
1992	12,7	12,3	25,1	4,0
1993	12,2	7,0	22,6	5,4
1994	8,9	5,7	22,6	5,1
1995	8,2	10,6	19,5	5,2
1996	6,6	7,4	21,6	2,1
1997	6,0	6,6	17,7	3,4
1998	4,7	3,2	16,7	0,6
1999	2,3	-0,8	9,2	-4,2
2000	4,5	4,5	8,8	2,9
2001	2,6	3,4	7,7	1,4
2002 p	2,8	2,2	7,0	1,6
2003 p	1,1	3,3	6,5	3,7
Promedio 1990-2003	8,5	5,5	17,2	2,7

**Fuente:** Chile: Banco Central de Chile. Colombia: DANE.  
p/ Preliminar.

A pesar de las similitudes en la política monetaria, hubo grandes diferencias en el comportamiento de la actividad económica en Chile y Colombia durante los años noventa, reflejo de lo contrastante de sus contextos macroeconómicos. La economía chilena había sufrido una profunda crisis en 1982-83, la cual provocó graves trastornos en el sector financiero y una caída de 13% en el nivel del PIB, que generó una enorme brecha entre el PIB observado o efectivo y el potencial, desalentando así la formación de capital y el crecimiento del PIB potencial. El producto comenzó a recuperarse en 1986, lo cual permitió que la mencionada brecha se redujera gradualmente hasta desaparecer en 1989. Entre 1990 y 1997, tanto el PIB efectivo como el potencial se expandieron vigorosamente, a un ritmo promedio anual de 7,6%. El dinamismo de la economía se debilitó en 1998, y al año siguiente se registró una caída de 1% del PIB. A partir de 2000 se reanudó el crecimiento, aunque a un ritmo considerablemente inferior al observado antes de 1998, registrándose un crecimiento promedio anual de 3,3% en el cuatrienio 2000-2003<sup>2</sup>. Pese a la leve recesión de 1999 y al menor dinamismo registrado en 2000-2002, la tasa media de crecimiento entre 1990 y 2003 fue 5,5% (cuadro IV.1). Esa cifra duplicó el 2,9% registrado durante los dieciséis años del régimen de Pinochet, entre 1974 y 1989 (Ffrench-Davis, 2003c, cap. 1).

En Colombia también se registró un auge a mediados de los noventa, aunque mucho más suave y breve que el de Chile. El crecimiento del PIB alcanzó un promedio anual de 5,3% entre 1993 y 1995, y durante el resto de la década fue considerablemente inferior a los estándares históricos del país. El crecimiento anual del PIB entre 1990 y 2003 alcanzó un promedio de sólo 2,7%, un desempeño pobrísimo para los estándares históricos de Colombia. Incluso durante el período de la crisis de la deuda externa de América Latina, entre 1982 y 1989, este país registró un ritmo de crecimiento promedio más alto. De hecho, Colombia exhibió durante los años ochenta el mayor crecimiento del PIB en América Latina. En 1999 el PIB cayó 4,2% –caída mucho más intensa que la registrada en Chile–, y la recuperación posterior ha sido más lenta que la chilena. Por consiguiente, y habida cuenta del incremento poblacional, el PIB *per cápita* en 2003 fue equivalente al de 1994 y 5% inferior al de 1997, reflejando una significativa subutilización de la capacidad productiva.

## b) Equilibrios fiscales

El notable desempeño de la actividad económica en Chile durante la mayor parte de la década de los noventa tuvo lugar en un contexto de superávit fiscal. Las cifras del cuadro IV.2 muestran que hasta 1997 el gasto del gobierno central como porcentaje del PIB fue relativamente constante y cercano al 20%. En promedio, se registró un

---

2. Se calcula que el PIB potencial creció 7% hasta que se manifestó el contagio derivado de la crisis asiática, lo cual provocó un ajuste a la baja a 4% (Ffrench-Davis, 2003c, cap.1).



**Cuadro IV.2**  
 CHILE Y COLOMBIA: GASTO Y DÉFICIT DEL GOBIERNO, 1990-2003  
 (Porcentajes del PIB en precios corrientes)<sup>1</sup>

	Gasto del gobierno central		Superávit (+) o Déficit (-) del gobierno central <sup>2</sup>		Superávit (+) o Déficit (-) del sector público no financiero <sup>2</sup>	
	Chile %	Colombia %	Chile %	Colombia %	Chile %	Colombia %
1990	20,2	9,8	0,8	-0,9	1,2	-0,6
1991	20,6	10,9	1,5	-0,4	1,5	0,0
1992	20,3	12,6	2,1	-1,8	2,5	-0,2
1993	20,5	12,3	1,8	-0,7	2,1	0,3
1994	19,9	12,8	1,6	-1,4	1,9	0,1
1995	18,6	13,6	2,4	-2,2	2,4	-0,3
1996	19,6	15,7	2,1	-3,6	1,6	-1,7
1997	19,9	16,3	1,8	-3,8	0,8	-3,3
1998	21,3	17,0	0,4	-4,9	-0,6	-3,7
1999	22,6	19,2	-1,4	-5,9	-1,5	-4,1
2000	22,4	19,2	0,1	-5,9	-0,6	-4,2
2001	22,9	21,3	-0,3	-5,9	-0,6	-4,4
2002 p	22,9	21,4	-0,6	-5,6	1,6	-3,6
2003 p	22,4	21,1	-0,8	-5,0	-2,2	-3,0

**Fuente:** Chile: Dirección de Presupuesto (Dipres) y Banco Central de Chile. Colombia: DNP-Confis (*cash basis*) y DANE.

1/ Las cifras del PIB a pesos corrientes han sido ajustadas para hacer compatibles los datos antiguos con la metodología adoptada en 1996 y 1994, respectivamente.

2/ No incluye privatizaciones.

p/ Preliminar.

superávit fiscal equivalente a 2% de PIB. Desde 1998, el gasto del gobierno subió tres puntos porcentuales del PIB, reflejando el incremento del gasto social y el carácter contracíclico de la política fiscal. Aun así, los déficit tanto del gobierno central como consolidado del sector público no financiero (SPNF) fueron muy moderados, pese a la pérdida de ingresos tributarios derivada de la mayor brecha entre el PIB efectivo y el potencial y de un muy deprimido precio del cobre, principal producto chileno de exportación<sup>3</sup>.

En contraste con Chile, el magro desempeño de la actividad económica en Colombia en el transcurso de los noventa coincidió con una expansión sin precedentes del gasto gubernamental y del déficit fiscal. La primera de estas variables, que antes de 1990 y por más de tres décadas había representado cerca de 10% del PIB, aumentó a 21% en 2001-2003 (similar al nivel que anotaba Chile). Varios analistas han atribuido

3. Desde el año 2000 el gobierno ha estado operando una política fiscal de balance estructural. Este balance se elabora con un precio 'normal' del cobre y la recaudación tributaria que se obtendría si el PIB efectivo fuese igual al 'potencial'.

este incremento del gasto gubernamental a la reforma constitucional de 1991, que aceleró la descentralización fiscal e incorporó a la Carta Fundamental nuevos derechos ciudadanos, que debían ser garantizados con recursos públicos. Adicionalmente, la transición desde un sistema pensional de reparto a otro basado en cuentas de capitalización individual generó, al igual que en Chile en la década precedente, un enorme engrosamiento del gasto público, si bien contribuyó a morigerar la deuda actuarial. Dado que la ampliación del gasto no fue compensada por un incremento equivalente en los ingresos públicos, el déficit del gobierno central subió desde una cifra inferior a un punto porcentual del PIB, a principios de los noventa, a casi 6% del PIB entre 1999 y 2002. A su vez, el SPNF, que hasta 1994 había generado excedentes, mostró desde 1999 un déficit cercano a 4% del PIB.

### c) Ahorro e inversión

El dispar desempeño de la actividad económica y las cuentas fiscales en Chile y Colombia redundó en una conducta muy disímil del ahorro y la inversión. Con una economía que exhibía de manera persistente una plena utilización de su capacidad instalada, elevadas tasas de crecimiento y un considerable superávit fiscal, las tasas de ahorro e inversión en el caso chileno se ubicaron en la década de los noventa muy por encima de sus promedios históricos. El cuadro IV.3 muestra la evolución de la formación de capital fijo en Chile. Ésta registró un nivel sin precedentes de 28,5% en 1991-98 (a precios de 1986), cifra que contrasta con el 19,9% del último quinquenio del régimen de Pinochet (1985-89) y con el promedio, aún más bajo, de los años precedentes. Tras la crisis de 1999, la inversión experimentó un sustancial retroceso, aunque se mantuvo, entre 1999 y 2003, muy por encima del nivel registrado en los ochenta.

La inversión fija en Colombia registró intensas fluctuaciones. El sustancial incremento observado hasta la mitad de los noventa fue seguido de un acelerado deterioro. Sin embargo, incluso durante el período de auge, entre 1993 y 1995, los coeficientes de formación de capital fijo resultaron considerablemente más bajos que en Chile. Adicionalmente, la formación de capital en Colombia cayó en forma dramática tras la crisis de 1999 y, a partir de ese año, se mantuvo por debajo del 15% del PIB. Niveles tan menguados de inversión hacen mucho más difícil que Colombia recupere niveles altos y sustentables de crecimiento económico en el futuro próximo.

El coeficiente de ahorro en Colombia cayó unos cuatro puntos porcentuales entre fines de los ochenta y mediados de los noventa y casi ocho puntos adicionales durante la segunda mitad de la década. En el caso chileno, por el contrario, el nivel de ahorro en los noventa fue sistemáticamente superior al registrado en los ochenta.

**Cuadro IV.3**  
**CHILE Y COLOMBIA: FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO**  
**Y AHORRO NACIONAL BRUTO, 1985-2003**  
 (Porcentaje del PIB)

A. Chile	Formación bruta de capital fijo (porcentaje del PIB a precios constantes)		Ahorro nacional bruto (porcentajes del PIB a precios constantes)	
	Precios constantes de 1986 (%)	Precios constantes de 1996 (%)	Metodología de 1986 (%)	Metodología de 1996 (%)
1985-1989	19,9		16,5	
1990	24,2		23,2	
1991	22,4		22,3	
1992	24,7		21,5	
1993	27,2		20,9	
1994	27,4		21,1	
1995	30,6		23,8	
1996	31,0	26,4	21,2	23,1
1997	32,2	27,4	21,6	23,1
1998	32,2	27,0	21,2	21,8
1999	26,9	22,2	21,8	21,0
2000	26,6	23,2	21,9	20,6
2001		23,2		20,5
2002 p		23,0		20,5
2003 p		23,4		21,0

B. Colombia	Pr. constantes de 1975 (%)	Precios constantes de 1994 (%)	Metodología de 1975 (%)	Metodología de 1994 (%)
1985-1989	15,8		21,5	
1990	14,0		21,4	
1991	12,9		22,7	
1992	13,9	17,9	19,0	
1993	18,0	21,8	19,5	
1994	20,7	23,3	18,6	23,0
1995	20,2	22,3	16,9	23,0
1996	18,5	21,6	12,8	18,3
1997		20,4		16,2
1998		19,0		15,3
1999		13,0		13,4
2000		12,4		14,8
2001		13,9		14,5
2002 p		14,4		14,7 <sup>1/</sup>
2003 p		15,7		15,1 <sup>1/</sup>

**Fuente:** Chile: Banco Central de Chile. Colombia: DANE-DNP.

p/ Preliminar.

1/ Estimaciones provisionales del Departamento Nacional de Planeación.

#### d) Sector financiero

Otra marcada disparidad entre Chile y Colombia durante la década pasada se relaciona con el desempeño del sector financiero. En el caso de Colombia, el debilitamiento del ahorro interno y el alza de la inversión durante la primera mitad de la década fueron acompañados de un impresionante auge financiero, alimentado en gran medida por la afluencia de capitales externos (Barajas y Steiner, 2002). El crédito no reembolsado del sector financiero subió desde alrededor de 24% del PIB a comienzos de la década, a 40% en 1997, y durante la crisis subsiguiente se desplomó, retornando al 25%, en tanto que la calidad del portafolio del sistema financiero se deterioraba sustancialmente (cuadro IV.4).

**Cuadro IV.4**  
CHILE Y COLOMBIA: SECTOR FINANCIERO, 1990-2003

	Colocaciones/PIB		Cartera vencida Colocaciones	
	Chile (%)	Colombia <sup>1/</sup> (%)	Chile (%)	Colombia <sup>1/</sup> (%)
1990	52,4	24,8	2,1	4,0
1991	48,7	22,7	1,8	4,2
1992	51,5	24,4	1,2	3,1
1993	55,7	28,4	1,2	2,1
1994	52,8	31,9	1,0	2,4
1995	55,4	35,5	0,9	3,7
1996	59,5	37,3	1,0	5,1
1997	64,3	39,6	1,0	5,2
1998	66,8	37,8	1,4	8,7
1999	69,2	33,9	1,7	11,5
2000	69,2	27,1	1,7	9,4
2001	69,7	25,5	1,6	8,6
2002	68,2	24,8	1,8	8,0
2003	67,2	25,0	1,6	5,7

**Fuente:** Chile: Banco Central de Chile, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Colombia: Banco de la República.

1/ Las colocaciones no incluyen las transacciones de *leasing*.

El grado de profundidad financiera fue desde principios de los años noventa mucho mayor en Chile que en Colombia, situación que se mantuvo con posterioridad a la crisis (Held y Jiménez, 2001). Por otro lado, en Chile, a diferencia de la mayoría de los países de América Latina, el índice crédito/PIB se comportó de manera contracíclica<sup>4</sup>, lo cual ayuda a explicar el hecho de que el deterioro de la calidad de la

4. En un estudio comparativo para las ocho principales economías de América Latina, Barajas y Steiner (2002) muestran que el caso chileno fue excepcional a este respecto.

cartera de préstamos durante la crisis haya sido muy moderado; mientras la cartera vencida como porcentaje del total de créditos llegó a 11% en Colombia en 1999, en Chile no excedió de 1,8%<sup>5</sup>. Un determinante importante de la fortaleza del sistema financiero chileno es, sin duda, la rigurosa supervisión prudencial, diseñada tras el colapso del sector bancario en 1983-86 a consecuencia de la crisis de la deuda externa.

En síntesis, el ciclo en los flujos de capital foráneo fue potenciado en Colombia por el comportamiento del crédito interno, a diferencia de lo que aconteció en Chile. Junto con una supervisión más estricta del sector financiero, en este último país hubo otros dos factores que parecen explicar estos resultados tan diferentes. Primero, en Colombia el auge de afluencia de capital coincidió con una reforma del sector financiero, en virtud de la cual el Banco Central dispuso, entre 1991 y 1998, una sustancial rebaja de los encajes sobre los depósitos domésticos. Así, según lo destacan Carrasquilla y Zárate (2002), la regulación financiera interna en Colombia exhibió un perfil altamente procíclico. Segundo, en el caso chileno, el mayor grado de profundidad financiera parece haber servido de colchón contra *shocks* de capital externo. Tal hipótesis respaldaría la idea de que las regulaciones sobre la cuenta de capitales cobran mayor importancia cuando el sistema financiero interno es menos desarrollado.

#### e) Ahorro externo y cuenta corriente

Chile, probablemente como consecuencia de regulaciones muy activas sobre los flujos de capital, mantuvo el déficit de la cuenta corriente bajo control durante la primera mitad de la década. El déficit de la cuenta corriente fue menor al 3% del PIB, con un promedio de 2,3% entre 1990 y 1995 (cuadro IV.5). La excepción fue 1993, cuando una abrupta caída de los precios del cobre lo elevó a un 5,4% del PIB. Sólo después de la crisis mexicana, el déficit alcanzó niveles menos sostenibles, cercanos al 5% del PIB entre 1996 y 1998, lo cual, como veremos, coincide con el período en el que la regulación de la cuenta de capitales se debilitó.

En Colombia, por el contrario, el deterioro de la cuenta corriente fue particularmente intenso durante la primera mitad de la década. Entre 1991 y 1994 –al tiempo que tenía lugar un proceso de apertura comercial y de liberalización de los flujos de capital– el superávit de la cuenta corriente, que había representado cerca de 4,9% del PIB, se transformó en un déficit de 4,5% del PIB, nivel en torno al cual se mantuvo hasta 1998.

La contracción de la liquidez internacional, después de las crisis asiática y rusa, obligó a Chile y Colombia a ajustar drásticamente sus déficit externos. En 1999,

---

5. La definición de cartera vencida es heterogénea. En Chile se refiere a las cuotas de préstamos que presentan una mora superior a 90 días. En Colombia, la definición experimentó diversas modificaciones en el curso de los años noventa.

tales ajustes representaron un 5% y 5,7% del PIB, respectivamente. En la siguiente sección mostraremos que, en ambos países, la evolución del saldo de la cuenta corriente durante los años noventa estuvo asociada al desempeño del tipo de cambio real.

## 2. LOS RÉGIMENES CAMBIARIOS

Durante la mayor parte de los años noventa, Chile y Colombia adoptaron regímenes cambiarios basados en la existencia de bandas reptantes, las cuales fueron desmanteladas y remplazadas por sistemas de tipo de cambio flotante en 1999. Esta sección analiza las experiencias de ambos países, destacando elementos comunes a ambas.

### a) Régimen cambiario chileno

El sistema de bandas cambiarias fue introducido en Chile después de la crisis de 1982-83, mucho antes que en Colombia. Se trataba de una banda cambiaria estrecha, con un piso y un techo que se devaluaban diariamente, de acuerdo con una estimación del diferencial entre la inflación interna y la externa. En diversas coyunturas, sin embargo, se adicionaron devaluaciones nominales discretas, que sirvieron para materializar la espectacular depreciación, de 130% en términos reales, observada entre 1982 y 1988. En 1989, la banda fue ampliada a  $\pm 5\%$ , lo que permitió dar cabida a una depreciación ordenada y no traumática del peso, necesaria para compensar el aumento en las importaciones asociado a un abrupto incremento de la actividad económica en 1988-89.

La evolución del régimen cambiario a partir de 1990 reflejó el propósito del Banco Central de regular el auge de los flujos de capital. En junio de 1991, según veremos en la siguiente sección, se impuso un encaje no remunerado sobre los préstamos externos, y un impuesto sobre los créditos internos de hasta un año, plazo que se hizo extensivo a las operaciones externas. En enero de 1992 se amplió la banda cambiaria a  $\pm 10\%$ , lo cual, a diferencia de lo que había sucedido tres años antes, tuvo por objeto dar cabida a una apreciación adicional del peso.

En junio de 1992 el dólar fue remplazado por una canasta de monedas como el referente estándar para la evolución de la banda cambiaria, lo cual redundó en una mayor estabilidad del tipo de cambio real desde el punto de vista de los productores de los sectores transables, e introdujo mayor incertidumbre en la relación peso-dólar, desincentivando así el arbitraje de tasas de interés y los movimientos de capital de corto plazo (French-Davis y Tapia, 2001, p. 87). Cabe recordar que por aquel entonces la afluencia de capital era muy abundante y la economía chilena vivía un período de auge. En la sección siguiente veremos que para desalentar el arbitraje de tasas de interés se estableció también un encaje sobre los flujos de capital, lo que dejó espacio

para una activa política monetaria contracíclica. La afluencia de capital se mantuvo, y el tipo de cambio real registró una apreciación adicional moderada, de 1% anual entre 1989 y 1995<sup>6</sup>. Naturalmente, aquella apreciación contribuyó a reducir la inflación. Sin embargo, se trató de un movimiento 'equilibrador' y, por ende, eficiente. Coherentemente, según se ha señalado, el déficit de la cuenta corriente entre 1990 y 1995 promedió apenas un 2,3% del PIB<sup>7</sup>.

Con posterioridad a la crisis del tequila, el comportamiento de la economía chilena fue tan sólido que las expectativas de apreciación y la afluencia de capitales se vieron considerablemente reforzadas. El Banco Central siguió acumulando cuantiosos volúmenes de reservas internacionales, mientras el tipo de cambio se ubicaba en el piso de la banda, hasta fines de 1997. En la práctica, durante ese período aquel piso operó como una suerte de tipo de cambio reptante, en el que la tasa de mercado era determinada por las compras que hacía el Banco Central. Por consiguiente, el peso chileno se apreció 20% en términos reales entre marzo de 1995 y octubre de 1997, mucho más rápido que antes de la crisis del tequila (*ver* gráfico IV.1).

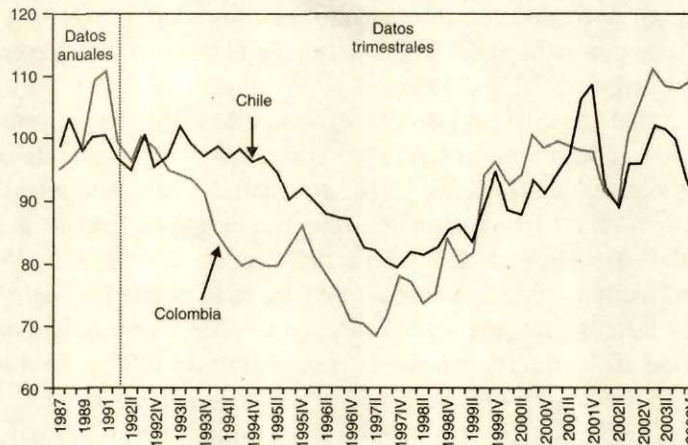
Entre 1995 y 1997, diversos parámetros de la banda fueron ajustados a fin de permitir una apreciación adicional del peso y morigerar presiones monetarias derivadas de la acumulación de reservas internacionales. Desde noviembre de 1995, el ritmo de depreciación nominal de la banda fue diseñado para permitir una apreciación real de 2% al año, suponiendo que el crecimiento de la productividad de la economía chilena aventajaría al de sus socios comerciales. Adicionalmente, la inflación externa utilizada para el cálculo el tipo de cambio referencial fue sobrestimada, lo que dio origen a una considerable revaluación adicional. Por otro lado, a comienzos de 1997, la banda fue ampliada desde  $\pm 10\%$  a  $\pm 12,5\%$ .

La ampliación de la banda cambiaria chilena en 1997 representó un mecanismo para viabilizar una apreciación adicional del peso y atenuar la inflación (*ver* Ffrench-Davis y Tapia, 2001). A fines de 1997, cuando las expectativas cambiarias se redirigieron hacia la devaluación, luego del estallido de la crisis asiática, el Banco Central comenzó a vender cuantiosos volúmenes de reservas en un intento por evitar la depreciación del tipo de cambio, incluso dentro de la mitad inferior de la banda, y prevenir de esa manera un rebrote inflacionario.

6. Cifras de Cepal que miden la inflación externa sobre la base de los precios al consumidor. Este procedimiento es consistente con el usado por el Banco de la República de Colombia. Las estimaciones del Banco Central de Chile, que utilizan precios mayoristas para el cálculo de la inflación externa, reflejan una apreciación promedio anual de 2,5%. Las dos metodologías utilizan precios al consumidor para medir la inflación interna.

7. La apreciación del tipo de cambio real fue 'equilibradora' –consistente con el incremento neto de la productividad en Chile– según lo sugiere el carácter sostenible del déficit externo. El mantenimiento de un déficit de cuenta corriente moderado figuró de manera explícita entre los objetivos de la política cambiaria del Banco Central en ese período (Zahler, 1998).

**Gráfico IV.1**  
**CHILE Y COLOMBIA. ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL, 1987-2003**  
 Promedio 1987-90 = 100



**Fuente:** Basado en datos de Cepal.

Promedio del tipo de cambio real con los principales socios comerciales, computado con IPC. Un tipo de cambio real más alto indica una moneda local más depreciada.

El sesgo antiinflacionario de las intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario se tornó aún más evidente a mediados de 1998, cuando, en un momento de máxima incertidumbre, la banda sufrió un severo estrechamiento; mediante esta acción, las autoridades señalaban que no cederían a las presiones devaluatorias que se registraban en el mercado. Esta medida significó que el proceso de ajuste macroeconómico requerido para encarar el drástico deterioro de los términos del intercambio y la reducción de los flujos de capital debería ser conducido por el alza de tasas de interés y la contracción monetaria<sup>8</sup>. Por tanto, la estrategia que adoptaron las autoridades del Banco Central fue más consistente con un régimen cambiario fijo que con un sistema de banda cambiaria. Naturalmente, la credibilidad en la nueva banda se erosionó con rapidez. Ésta fue nuevamente ensanchada a fines de 1998 y

8. Las autoridades del Banco Central declararon que un ajuste del tipo de cambio habría ocasionado presiones tanto sobre los precios como sobre los costos, asociadas a descalces cambiarios en grandes empresas que producen para el mercado interno. Ffrench-Davis y Tapia (2001) destacan que ambos efectos fueron sobreestimados y que ello implicó un sobre-ajuste en el sector productivo. Corbo y Tessada (2002), estimaron un modelo VAR para Chile, y concluyeron que: (i) la defensa del tipo de cambio en enero de 1998 estuvo bien fundada a la luz de los costos inflacionarios potenciales, y que (ii) la devaluación de mediados de 1998 no habría entrañado mayor riesgo inflacionario.



suspendida en septiembre de 1999, a fin permitir que el tipo de cambio se ajustara libremente, en un contexto de fuerte contracción del gasto interno.

Considerando la significativa apreciación registrada en 1996-97, era evidente que el centro de la banda se había convertido en un precio 'desalineado', que no daba cabida dentro de la banda al ajuste requerido en el tipo de cambio (Ffrench-Davis y Larraín, 2003). De hecho, el grueso de la depreciación del tipo de cambio real en años recientes tuvo lugar después del dismantelamiento de la banda cambiaria en 1999. Entre agosto de ese año y julio de 2003 el tipo de cambio real se depreció 30%.

#### **b) Régimen cambiario colombiano**

Al igual que en Chile, el peso colombiano experimentó una intensa devaluación real durante los ochenta, la que se hizo necesaria ante la insuficiencia de ahorro externo. La devaluación fue manejada dentro del régimen cambiario reptante introducido en 1967 y vigente hasta 1991. En contraste con Chile, el régimen colombiano evitó, durante ese período, cualquier salto discreto del tipo de cambio. Incluso la devaluación nominal de 1985 –que bordeó el 50%–, fue implementada vía pequeños y continuos movimientos diarios.

En 1989, Colombia decidió devaluar aún más su tipo de cambio real, a fin de contrarrestar la caída que experimentó el precio del café –tras el colapso del Acuerdo Internacional respectivo– y evitar que la intensa apertura comercial provocara efectos desfavorables sobre la producción interna de bienes transables (Ocampo y Villar, 1992). Sin embargo, esta estrategia demostró muy pronto ser inconsistente con la política monetaria restrictiva que el Banco Central procuraba aplicar para hacer frente a las presiones inflacionarias. Al igual que en Chile, la voluminosa afluencia de capital y las presiones a favor de la apreciación del peso prevalecieron durante la mayor parte de la década de los noventa, hasta mediados de 1997, y los ajustes del régimen cambiario fueron introducidos, en su mayoría, para encarar tales presiones.

En junio de 1991, el régimen cambiario reptante fue objeto de modificaciones sustanciales. El Banco de la República cambiaría dólares por los llamados 'Certificados de Cambio', que eran bonos denominados en dólares y redimibles, transcurrido determinado plazo, al 'tipo de cambio oficial'. El tipo de cambio sería en la práctica determinado por el mercado secundario de tales bonos. Bajo el nuevo régimen, vigente hasta enero de 1994, se observó una apreciación nominal, lo cual implicó un giro en la estrategia de política cambiaria que había estado vigente por casi un cuarto de siglo. Durante este período se produjo un acentuado relajamiento de la política monetaria, dirigido a reducir las tasas internas de interés y desalentar los flujos de capital foráneo, atraídos por el arbitraje de las tasas de interés. Sin embargo, entre 1991 y 1994 la depreciación real que el peso había experimentado en 1989 y 1990 se revirtió completamente.

En enero de 1994, el Banco de la República decidió discontinuar el mecanismo de los Certificados de Cambio e introducir un sistema de banda cambiaria (Urrutia, 1995), cuya amplitud fue establecida en un rango de  $\pm 7\%$ , y cuyo centro fue reajustado diariamente a un ritmo predeterminado. En diciembre de 1994, la banda fue modificada a la baja a raíz del incremento de los flujos de capital de largo plazo y de las expectativas de ingresos adicionales de divisas asociadas al desarrollo de campos petrolíferos descubiertos poco tiempo antes.

La banda cambiaria instaurada en diciembre de 1994 se mantuvo sin mayores variaciones hasta septiembre de 1998. Durante más de tres años y medio, en consecuencia, ayudó a moderar la inestabilidad de mediano plazo del tipo de cambio. Por ejemplo, el techo de la banda ayudó a evitar una depreciación extrema durante la primera mitad de 1996, cuando se desataron presiones especulativas relacionadas con el proceso judicial contra el presidente de la República, Ernesto Samper, acusado de utilizar recursos captados en forma ilegal para su campaña electoral. De igual modo, algunos meses más tarde, el piso de la banda ayudó a evitar una extrema apreciación del peso cuando se tornó evidente que el Primer Mandatario se mantendría en el cargo y masivos flujos de capital llegaban al país, asociados a la privatización de importantes empresas públicas.

Tras el estallido de la crisis asiática, en los últimos meses de 1997 y la primera mitad de 1998, el papel de la banda cambiaria resultó mucho más controversial. El tipo de cambio se había devaluado y estaba tocando el techo de la misma, de modo que el Banco Central debió vender cuantiosas sumas de divisas y, al mismo tiempo, implementar una política monetaria altamente contractiva. Sin embargo, resulta pertinente destacar que, debido a la pendiente y a la amplitud de la banda, la depreciación del peso colombiano fue considerable. El tipo de cambio se había devaluado, a mediados de 1998, alrededor de 8% en términos reales, sin modificación alguna del mecanismo de la banda cambiaria. Además, los peligros de un reajuste excesivo para la tasa nominal, con efectos inflacionarios desmesurados, fueron particularmente intensos entonces, debido no sólo a los desequilibrios que caracterizaban a la economía colombiana —en particular en el ámbito fiscal— sino también a la incertidumbre política asociada a las elecciones presidenciales de mediados de 1998.

La modificación al alza de la banda cambiaria fue decretada en septiembre de 1998, cuando el nuevo gobierno había asumido y el programa macroeconómico había ganado cierta credibilidad. Después de un breve período de sobreajuste, la nueva banda operó fluidamente durante el último trimestre de 1998 y el primero de 1999. El Banco Central contuvo su pérdida de reservas y la tasa de interés interna presentó una tendencia a la baja relativamente acelerada.

En el segundo trimestre de 1999, la crisis financiera, una recesión peor que la esperada y el agravamiento de la situación de las cuentas fiscales debilitaron la credibilidad en el programa macroeconómico, emergiendo nuevas presiones hacia la de-

valuación. En junio, la banda fue nuevamente ampliada, desde  $\pm 7\%$  a  $\pm 10\%$ . Simultáneamente, el gobierno y el Banco Central anunciaron que habían convenido en diseñar un programa respaldado por el FMI, orientado a recuperar la confianza de la comunidad financiera internacional. A fines de septiembre, inmediatamente después de alcanzado el acuerdo con el FMI, se dismanteló de la banda cambiaria. Las dos modificaciones que se le introdujeron en menos de un año asestaron un golpe decisivo a la credibilidad de este instrumento. También, a escala internacional, el éxito inicial de otros países latinoamericanos con sus nuevos esquemas de flotación (principalmente Brasil en febrero y Chile a comienzos de septiembre) había generado fuertes presiones en contra del sistema de bandas, tanto en el mercado como en las instituciones financieras multilaterales, lo cual facilitó la aparición de ataques especulativos. No obstante, la mayoría de los analistas estimó en ese momento que el tipo de cambio real estaba cerca de su nivel de equilibrio de largo plazo, percepción que sería luego confirmada. Desde que fue abolida la banda, el tipo de cambio fluctuó durante más de dos años en el rango definido por ésta, pese al acelerado deterioro de la tasa de interés interna.

En la práctica, la depreciación real del peso que tuvo lugar como consecuencia de la crisis en el caso de Colombia se efectuó dentro del sistema de bandas cambiarias<sup>9</sup>. Con posterioridad, entre septiembre de 1999 y mayo de 2002, el tipo de cambio real fluctuó en torno a los niveles que había registrado en el tercer trimestre de 1999. Después de mayo de 2002, el contagio de la crisis brasileña y la agudización de la incertidumbre respecto de la sustentabilidad de la deuda externa colombiana, motivaron una depreciación adicional del peso en términos reales, fenómeno reforzado hacia fines de año por los efectos de la crisis venezolana.

El régimen cambiario adoptado por Colombia desde el último trimestre de 1999 corresponde a un sistema de flotación en el sentido en que el Banco carece de metas específicas para el tipo de cambio (real o nominal). Ese régimen, sin embargo, contempla dos mecanismos transparentes y públicamente conocidos para que el instituto emisor intervenga en el mercado cambiario: (i) El Banco Central puede comprar o vender reservas internacionales a través de opciones *put* o *call* que se subastan por montos limitados de divisas a fines de cada mes. Este mecanismo ha sido utilizado principalmente para adquirir reservas internacionales y recuperar los indicadores de liquidez internacional que Colombia presentaba antes de la crisis de 1998/99. Desde febrero de 2003, habida cuenta del acelerado ritmo de devaluación, el Banco utilizó también opciones *call* para mitigar presiones sobre el tipo de cambio que pudieran poner en peligro la obtención de la meta inflacionaria. (ii) A fin de morigerar la extrema volatilidad cambiaria de corto plazo, el Banco efectúa automáticamente su-

9. Hacia el tercer trimestre de 1999, antes del dismantelamiento de la banda, el tipo de cambio real había retornado a los niveles de fines de los ochenta.

bastas adicionales de opciones de compra y venta de divisas, cada vez que el tipo de cambio se desvía de una manera ‘inusual’ de su promedio móvil de 20 días<sup>10</sup>. Esta situación se observó únicamente en el segundo semestre de 2002, cuando el contagio de la crisis brasileña redundó en una acelerada depreciación del peso.

### c) Regímenes cambiarios en Chile y Colombia: similitudes y diferencias

La descripción anterior permite identificar rasgos comunes y diferencias en los regímenes cambiarios que Chile y Colombia utilizaron en los años noventa:

- i) Durante la mayor parte de esa década, las intervenciones del Banco Central involucraron, en ambos países, montos voluminosos de acumulación de reservas internacionales. En este sentido, las bandas cambiarias operaron como límites a la apreciación del tipo de cambio, y no como herramientas antiinflacionarias.
- ii) A medida que la acumulación de reservas internacionales imponía presiones monetarias –y costos cuasifiscales de corto plazo asociados a la esterilización de tales presiones–, se tornó más difícil para los bancos centrales resistir la presión del mercado a favor de una apreciación. El sometimiento a tales presiones contribuiría a mantener la inflación bajo control. Ello explica que las bandas cambiarias fuesen ampliadas y revisadas a la baja en diversas oportunidades, dando cabida a una sustancial apreciación del tipo de cambio real durante la mayor parte de la década en Colombia y en la segunda mitad de la misma en Chile.
- iii) El grado de flexibilidad del mercado de divisas al interior de las bandas probó ser mucho más bajo en Chile que en Colombia. En términos generales, el Banco Central de Chile fue más activo que su homólogo colombiano en intervenciones encaminadas a estabilizar el mercado cambiario. Esto se reflejó en que tanto la acumulación de reservas internacionales durante el período de auge como las pérdidas durante la crisis fueron mucho mayores en Chile que en Colombia (cuadro IV.5).
- iv) En ambas economías, las bandas parecieron ser más efectivas para controlar las presiones hacia la apreciación que aquellas hacia la devaluación de la moneda nacional. Como el sistema involucra un preanuncio –explícito o implícito– respecto de los límites entre los cuales puede fluctuar el tipo de cambio, el régimen pierde credibilidad cuando las bandas son modificadas o ampliadas. Si ello acontece en respuesta a un ataque especulativo contra el techo de la banda la credibilidad en dicho instrumento así como la confianza en el compromiso antiinflacionario del Banco Central se dañan. Es interesante que las bandas cambiarias en Chile y

---

10. Inicialmente se consideró ‘inusual’ una desviación de 5%, pero en diciembre de 2001 se rebajó a 4%.

Colombia fueron abolidas en forma casi simultánea, en septiembre de 1999, en coyunturas de fuertes presiones devaluatorias. Sin embargo, tal simultaneidad puede también reflejar las preferencias del FMI y las modas vigentes en la comunidad financiera internacional.

**Cuadro IV.5**  
CHILE Y COLOMBIA: FLUJOS DE CAPITALES Y FINANCIAMIENTO  
DE LA CUENTA CORRIENTE, 1990-2003  
(Millones de dólares)

	a. Cuenta corriente		b. Acumulación de reservas internacionales	c. Inversión extranjera directa neta	d. Crédito externo neto al sector público <sup>1/</sup>	e. Otros flujos de capital privado = b-a-c-d
	US\$ millones	% del PIB				
<b>A. Chile</b>						
1990	-485	-1,5	2.121	654	-222,0	2.174
1991	-99	-0,3	1.049	697	-955,1	1.406
1992	-958	-2,2	2.344	538	42,2	2.723
1993	-2.553	-5,4	173	600	-357,0	2.483
1994	-1.585	-2,9	2.919	1.672	-313,8	3.146
1995	-1.345	-1,9	741	2.205	-2.085,5	1.967
1996	-3.083	-4,1	1.122	3.681	-1.540,3	2.064
1997	-3.660	-4,4	3.320	3.809	-125,7	3.297
1998	-3.918	-4,9	-2.197	3.144	430,0	-1.850
1999	99	0,1	-738	6.203	429,0	-7.469
2000	-897	-1,2	337	873	-85,3	446
2001	-1.100	-1,6	-596	2.590	481,1	-2.567
2002	-885	-1,3	199	1.594	886,2	-1.397
2003	-594	-0,8	-366	1.587	1.859	-3.218
<b>B. Colombia</b>						
1990	544	1,2	610	484	-45	-373
1991	2.347	4,9	1.763	437	-347	-675
1992	876	1,5	1.274	745	-56	-292
1993	-2.221	-3,4	464	865	-158	1.978
1994	-3.669	4,5	199	1.298	-1.224	3.795
1995	-4.524	-4,9	2	712	1.388	2.425
1996	-4.642	-4,8	1.721	2.784	856	2.753
1997	-5.751	-5,4	277	4.753	1.146	129
1998	-4.858	-4,9	-1.390	2.032	1.469	-34
1999	671	0,8	-315	1.392	647	-3.025
2000	628	0,9	870	2.069	614	-2.441
2001	-1.250	-1,5	1.217	2.509	1.484	-1.525
2002 p	-1.580	-1,8	138	1.258	388	73
2003 p	-1.389	-1,8	-184	837	469	-101

Fuente: Banco Central de Chile, FMI, Banco de la República.

p/ Preliminar.

1/ Chile: Incluye las operaciones del Banco Central y excluye las del banco comercial estatal (Banco del Estado). Colombia: Corresponde a los préstamos netos al sector público más la inversión neta en bonos emitidos por el sector público.

- v) Los esquemas de flotación introducidos en ambos países tras el dismantelamiento de las bandas cambiarias no suponen la ausencia absoluta de intervención por parte del instituto emisor<sup>11</sup>. En estos sistemas los bancos centrales no pueden definir niveles específicos para los tipos de cambio (nominales o reales), pero sí gozan de algún rango de maniobra para alterar el funcionamiento del mercado de divisas de corto plazo por medio de intervenciones que pueden ser discrecionales o ceñirse a normas públicamente conocidas. Mientras Chile ha ejercido discreción al intervenir en el mercado cambiario, Colombia se está sometiendo desde 1999 a reglas estrictas. En cualquier caso, las experiencias de Chile y Colombia muestran que la política cambiaria óptima no es aquella que confía la determinación del tipo de cambio a los vaivenes de corto plazo de los mercados<sup>12</sup>.

### 3. REGULACIONES SOBRE LA CUENTA DE CAPITALS<sup>13</sup>

#### a) **Justificación de las regulaciones para la cuenta de capitales**

La justificación de las regulaciones sobre la cuenta de capitales deriva de la hipótesis de que una plena liberalización de ésta en una economía en desarrollo, en lugar de contribuir a evitar los desequilibrios macroeconómicos puede conducir a un sesgo cortoplacista de las políticas internas y a la trampa de equilibrios macroeconómicos no sostenibles (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001).

Los regímenes cambiarios de Chile y Colombia descritos en la sección anterior suministran un claro ejemplo de las dificultades que los flujos externos de capital plantean a la política macroeconómica, al limitar severamente la capacidad de maniobra de las autoridades locales para administrar conjuntamente el tipo de cambio real, la tasa de interés real y la demanda agregada, incluso en el corto y mediano plazo. La afluencia masiva de capital tiende a reducir el tipo de cambio y la tasa de interés real y a fortalecer la demanda agregada, mientras que la salida de capitales tiende a elevar ambos macro-precios y a debilitar la actividad económica. En la medida que existe evidencia de que los flujos de capital a las economías en desarrollo son altamente procíclicos, el tipo de cambio real, las tasas de interés real y la demanda agregada se hacen también fuertemente procíclicos.

11. Colombia acumuló US\$ 2.200 millones entre el momento en que adoptó el régimen de flotación y fines de 2002. Chile acumuló reservas en 2000 y 2002, que no correspondieron a intervenciones cambiarias, pero perdió US\$ 600 millones en 2001 y US\$400 en 2003 que sí obedecieron a intervenciones para moderar la depreciación (cuadro 4.6).

12. Ffrench-Davis (2003b, p. 12). Ver también Edwards (2002), quien sostiene que “es perfectamente posible que la política óptima (...) implique intervenciones del Banco Central de vez en cuando” (p. 17). Tales intervenciones pueden ser consistentes con un régimen monetario de meta de inflación, sin implicar un ‘miedo’ a la flotación”.

13. Versión revisada y actualizada de un documento presentado en una reunión del G-24 en Ginebra, en septiembre de 2003.

Las regulaciones sobre la cuenta de capitales utilizadas en Chile y Colombia, han tenido, por lo general, un triple propósito:

- i) Aumentar la capacidad contracíclica de las políticas monetaria y cambiaria. Cuando la afluencia de capital es masiva, la demanda interna es arrastrada a un período de auge y se genera un déficit en la cuenta corriente. En tales circunstancias, las regulaciones sobre la cuenta de capitales tienen por objeto desalentar la afluencia de capital a fin de disminuir las presiones a favor de menores tasas de interés real –lo que robustecería artificialmente el auge de la demanda agregada– y de una apreciación real –lo que ensancharía el déficit en la cuenta corriente.
- ii) Reducir la vulnerabilidad de la economía interna ante cambios súbitos en el entorno financiero internacional. Ello explica el acento que ponen tales regulaciones en rebajar la participación de los pasivos líquidos y de corto plazo en el total de flujos de capital, y en imponer límites sobre las posiciones netas en moneda extranjera no cubiertas de los agentes económicos.
- iii) Fortalecer la capacidad del país para utilizar el ahorro externo como complemento –más que sustituto– del ahorro interno. Con este propósito, tales regulaciones enfatizan la importancia de atraer capital de largo plazo –el que por lo general financia inversión productiva–, y de limitar las entradas de capital de corto plazo –el cual tiende a financiar consumo.

#### **b) Encaje sobre las entradas de capital: una regulación de mercado**

El mecanismo más conocido de regulación de la cuenta de capitales utilizado tanto en Chile como en Colombia durante los años noventa es el encaje sobre los flujos de capital. En algunos aspectos –nivel del encaje y otros detalles de su operación– las regulaciones sufrieron modificaciones durante la década y presentaron peculiaridades en cada país. No obstante, tuvieron en común tres importantes características: (i) estaban basadas en el mercado (no eran controles de carácter cuantitativo); (ii) afectaban el ingreso de capitales y no la salida de ellos; y (iii) fueron diseñadas para tener mayor impacto sobre los flujos de corto plazo que sobre aquellos de largo plazo.

Tal como cualquier otro mecanismo de mercado, dirigido a afectar los precios relativos, el encaje sobre la entrada de capitales no pretendió bloquear la afluencia de estos recursos, sino desalentarlos en el margen, *poniéndole arena en las ruedas*<sup>14</sup>. A

14. Como cualquier tipo de regulación o impuesto, el encaje involucra algún costo a nivel microeconómico. Forbes (2004) describe algunos de estos costos y argumenta que más que 'arena en las ruedas', los controles de capitales son 'lodo en las ruedas de la disciplina del mercado'. Sin embargo, las regulaciones prudenciales (dentro de las que se enmarca el encaje) están dirigidas a reconciliar los intereses o libertades de todos los agentes, desestimulando las externalidades negativas y las inconsistencias temporales.

fin de encarecer el ingreso de capitales en un escenario de abundante oferta externa, dos elementos fueron cruciales como complemento al encaje: (i) políticas restrictivas sobre todo tipo de dolarización de depósitos en el sistema financiero interno; y (ii) regulaciones prudenciales estrictas sobre las posiciones netas en moneda extranjera autorizadas a los intermediarios financieros. Estos dos elementos en conjunto garantizaron que los intermediarios financieros del mercado interno pudieran suministrar préstamos denominados en divisas sólo cuando estuvieran cubiertos con crédito externo y sujetos al encaje. Al mismo tiempo, inhibieron al sistema financiero interno de convertirse en actor protagónico en la especulación en favor o contra del peso.

En Chile, la implantación de un encaje no remunerado en junio de 1991 apuntó explícitamente a suavizar las presiones de los flujos de capital a favor de una apreciación del peso y a proporcionar más aliento y autonomía a la política monetaria (Zahler, 1998, p. 69). En un principio, el encaje fue fijado en un 20% de los créditos externos, monto que debía mantenerse en forma de depósito en el Banco Central un mínimo de 90 días y un máximo de un año, de acuerdo con la madurez del préstamo. En mayo de 1992 la tasa de encaje fue elevada a 30%, y el requisito de permanencia alargado a un año, con independencia del vencimiento del préstamo, lo cual incrementó el sesgo en contra de los flujos de capital de corto plazo. En julio de 1995, el sistema se hizo extensivo a la adquisición de acciones de empresas chilenas (ADRS secundarios) por parte de extranjeros.

Aunque la regulación de los flujos de capital siguió presente en Chile después de 1996, la actitud de las autoridades económicas fue mucho menos proactiva. Pese al enorme auge que mostró la afluencia de capital en 1996 y 1997, y al hecho que la efectividad de cualquier regulación tiende a declinar con el tiempo, las autoridades no adecuaron el nivel o la cobertura del encaje a la mayor oferta de financiamiento<sup>15</sup>, lo cual debilitó los fundamentos de la economía: se incrementó el déficit de la cuenta corriente, el tipo de cambio se apreció mucho más rápido y el *stock* de pasivos externos líquidos aumentó (Ffrench-Davis, 2003c, cap. X). Cuando se hizo sentir el contagio de la crisis asiática, la debilidad de estos fundamentos contribuyó a la agudización de la crisis de 1998-99. En ese momento fue considerable la salida de capitales privados, incluidos los fondos de los inversionistas institucionales del sistema privado de pensiones (ver Zahler, 2005). La exigencia de encaje fue rebajada de 30% a 10% en junio de 1998 y luego eliminada en septiembre de ese año.

Inspirado en la experiencia chilena, Colombia estableció, en septiembre de 1993, un encaje no remunerado sobre la afluencia de capital, justo cuando terminaba de dismantelar los controles administrativos sobre el capital establecidos en 1991. El

---

15. Le Fort y Lehmann (2003) argumentan que para mitigar la elusión habría sido necesario eliminar las exenciones al crédito directo de proveedores y a algunas formas de inversiones extranjeras. Sin embargo, medidas de este tipo encontraron una fuerte oposición del sector privado y un consenso débil al interior del sector público.



nivel del encaje fue lo suficientemente elevado como para hacerlo en la práctica prohibitivo, y, a excepción del financiamiento para las operaciones de comercio, se aplicó a todo tipo de préstamo externo 'de corto plazo'. Inicialmente esta expresión fue asimilada a un vencimiento inferior a 18 meses, plazo que en marzo y agosto de 1994 fue incrementado a tres y cinco años, respectivamente<sup>16</sup>. En 1996 –cuando el tipo de cambio se ubicó en el límite más depreciado de la banda cambiaria y el Banco Central estaba perdiendo reservas– dicho plazo fue reducido nuevamente a tres años.

Después del enorme incremento de reservas internacionales que se registró a fines de 1996, el gobierno colombiano decretó un 'estado de emergencia' que, entre otras medidas, estableció un impuesto Tobin explícito para todos los flujos de capital (incluido aquel orientado a financiar operaciones de comercio), manteniendo la exigencia de encaje regulada por el Banco Central. El decreto fue declarado inconstitucional en marzo de 1997 pero el instituto emisor incrementó rápidamente otra vez la exigencia de encaje.

En mayo de 1997 el Banco Central de Colombia introdujo diversas modificaciones al sistema de encaje, con el objeto de simplificarlo y asemejarlo más al chileno. Se exigió un depósito en moneda local sobre la totalidad de los préstamos externos, con independencia de la fecha de vencimiento. De esta manera se abandonó el plazo mínimo pero, al igual que en el caso chileno, el nuevo mecanismo implicaba un sobrecosto más bajo mientras mayor el plazo de vencimiento del préstamo. La tasa de encaje fue inicialmente de 30% y el depósito correspondiente debía mantenerse 18 meses. Ambas exigencias fueron rebajadas en enero y en septiembre de 1998, en respuesta al debilitamiento de los flujos externos de capital. Entre septiembre de 1998 y mayo de 2000, la exigencia de encaje fue sólo un 10% del préstamo externo y el requisito de permanencia de apenas seis meses. En junio de 2000, la exigencia de encaje fue eliminada. Las autoridades colombianas declararon, sin embargo –tal como lo habían hecho sus homólogas chilenas– que ello no significaba la muerte del mecanismo. Se trataba sólo de una reformulación de los parámetros, por lo que se lo podría utilizar nuevamente en caso necesario para confrontar nuevas afluencias de capital externo.

Las experiencias de ambos países con el uso del encaje presentan, no obstante las similitudes señaladas, algunas diferencias. En particular, Chile parece haber utilizado el encaje más proactivamente durante la primera mitad de la década de los noventa y menos en los años posteriores, mientras que Colombia hizo un uso más activo de éste en la segunda mitad de la década.

---

16. Ocampo y Tovar (2003) analizan la historia del encaje sobre los flujos de capital en Colombia.

**c) Flujos de capital financiero y la eficacia de las regulaciones sobre la cuenta de capitales privados**

El comportamiento de los flujos de capital privado (diferente al de la Inversión Extranjera Directa; no-IED) (cuadro IV.6, columna E) presenta, en los casos de Chile y Colombia, considerables elementos comunes. Tales flujos fueron altamente positivos durante varios años hasta 1997, y muy negativos para ambos países durante la crisis de 1998/99. En el caso chileno, promediaron US\$ 2.400 millones al año entre 1990 y 1996 y no experimentaron fluctuaciones extremas durante ese período –incluso en 1995, en pleno desarrollo de la crisis del tequila, ascendieron a US\$ 2 mil millones. En cambio, entre 1998 y 1999 el país registró una salida neta de US\$ 8.400 millones. El éxodo de capitales se detuvo en el año 2000, y fue otra vez cuantioso desde el año 2001.

En Colombia, la afluencia de capital financiero sólo cobró importancia después de 1992. Durante los años iniciales de la década, los flujos netos de capital fueron negativos, manifestación tal vez de la existencia de controles directos que se revelaron más efectivos para desalentar la afluencia de capitales que para restringir la salida de éstos. Los flujos de capital privado no-IED llegaron a su punto máximo entre 1993 y 1996, cuando promediaron US\$ 2.700 millones al año. Al igual que en Chile, resultaron elevados incluso en 1995, cuando ascendieron a US\$ 2.500 millones. En 1997 se observó una menor afluencia neta de este tipo de flujos, debido probablemente al incremento que la tasa de encaje registró a comienzos de ese año, antes del estallido de la crisis asiática. En 1998 se registró una pequeña entrada neta, y desde comienzos de 1999 estos flujos se tornaron altamente negativos (*ver* cuadro IV.5).

A la luz de estas cifras, parecería fácil cuestionar la eficacia del encaje. Tanto en Chile como en Colombia, la afluencia neta de capital alcanzó su punto máximo precisamente durante el período de vigencia de dicha regulación. Sin embargo, la coexistencia de masivos flujos de capital y la exigencia de encaje puede estar reflejando una función de reacción de la autoridad, según la cual la implantación de regulaciones sobre el capital obedece a la existencia de una cuantiosa oferta<sup>17</sup>. Esa fue, sin duda, la secuencia en ambos casos.

No obstante lo anterior, resulta evidente que las regulaciones sobre los flujos externos utilizadas en Chile y Colombia no lograron evitar el masivo éxodo de capitales que se registró a fines de los años noventa y comienzos del nuevo siglo. Nuestra hipótesis es que la exigencia de encaje, como herramienta de política durante el período de masiva afluencia de capital, fue eficaz en dos sentidos: (i) en tanto *política macroeconómica de corto plazo*, fortaleció la capacidad de las autoridades para aplicar políticas contracíclicas y encontrar soluciones de equilibrio entre los objetivos

---

17. Cardoso y Goldfajn (1998) han sometido exitosamente a prueba esta hipótesis para el caso de Brasil.

**Cuadro IV.6**  
**CHILE Y COLOMBIA: DEUDA EXTERNA Y RESERVAS INTERNACIONALES, 1990-2003**  
 (Millones de dólares)

Finales de:	Deuda externa privada		Deuda externa pública	Deuda externa total <sup>1</sup>	Reservas internacionales
	Corto plazo <sup>2/</sup>	Largo plazo			
<b>A. Chile</b>					
1990	1.398	4.235	11.792	17.425	6.710
1991	1.135	4.675	10.554	16.364	7.538
1992	3.027	5.592	9.623	18.242	9.742
1993	2.999	7.167	9.020	19.186	10.252
1994	3.339	9.004	9.135	21.478	13.740
1995	2.816	11.419	7.501	21.736	14.788
1996	2.823	17.438	6.011	26.272	15.805
1997	1.438	22.126	5.470	29.034	18.274
1998	1.712	25.087	5.792	32.591	16.292
1999	1.198	27.571	5.989	34.758	14.945
2000	2.694	28.464	6.019	37.177	15.110
2001	2.051	30.363	6.124	38.538	14.400
2002	2.324	31.154	7.478	40.956	15.351
2003	3.710	30.391	9.227	43.328	15.851
<b>B. Colombia</b>					
1990	1.409	1.113	15.471	17.993	4.595
1991	1.184	987	15.171	17.335	6.500
1992	1.612	1.250	14.416	17.278	7.728
1993	2.587	2.046	14.254	18.887	7.932
1994	3.213	4.806	14.718	22.737	8.104
1995	3.920	6.880	15.540	26.340	8.458
1996	3.151	11.572	16.394	31.116	9.939
1997	3.436	14.191	16.785	34.412	9.908
1998	3.002	14.891	18.787	36.680	8.740
1999	2.267	14.267	20.199	36.733	8.108
2000	2.315	13.207	20.610	36.132	9.005
2001	2.802	12.838	23.471	39.111	10.245
2002 p	2.802	11.492	22.787	37.340	10.844
2003 p	3.210	10.455	24.531	38.197	10.921

Fuente: Banco Central de Chile, Banco de la República.

p/ Preliminar.

1/ Colombia: incluye transacciones financieras de *leasing*.

2/ Se refiere a transacciones originalmente contratadas por un año o menos.

cambiario y monetario; y (ii) en tanto *política de endeudamiento externo*, redujo el componente de corto plazo de los flujos de capital. Así, la exigencia de encaje incrementó la capacidad de absorción de un determinado volumen de flujos, al incentivar la entrada de recursos asociados a inversión productiva y, consecuentemente, reducir la vulnerabilidad ante súbitas interrupciones. Además, al contribuir a

la resistencia ante presiones hacia la apreciación del tipo de cambio, ayudó a incrementar la participación del sector transable en el PIB.

Por otra parte, sin embargo, la exigencia de encaje y, en términos más generales, el conjunto de políticas adoptadas por Chile y Colombia, no fueron plenamente efectivas para encarar la grave y prolongada crisis que se desencadenó después de 1997. Este no es un argumento para descartar la utilización transitoria de políticas de este tipo ante nuevas afluencias de capital, sino para destacar la necesidad de establecer regulaciones complementarias. En particular, las experiencias de Chile y Colombia desde 1998 revelan la urgencia de aplicar controles más estrictos sobre los *stocks* de activos y pasivos denominados en moneda extranjera. Por ejemplo, como lo plantearemos más adelante, deberían establecerse regulaciones financieras orientadas a desalentar grandes descalces de divisas en los estados financieros de las empresas de los sectores no transables. Del mismo modo, habría que implantar regulaciones sobre la capacidad de los inversionistas institucionales para administrar portafolios en moneda extranjera. La apertura de válvulas de salida al capital interno en coyunturas de abundancia resultó ineficaz para reducir el exceso de oferta de capitales, en tanto que en períodos de escasez de oferta externa condujo a un resultado extremadamente procíclico<sup>18</sup>. En el caso de Colombia, los voluminosos y crecientes desequilibrios fiscales que se registraron a partir de mediados de los noventa involucraron un rápido incremento de los pasivos en divisas y dificultaron aún más el manejo de la crisis.

#### **d) El encaje como instrumento de política macroeconómica**

Al evaluar la eficacia del encaje como instrumento de política macroeconómica, la mayoría de los análisis empíricos se ha centrado en los efectos de esta regulación sobre el volumen total de flujos de capital. Los resultados de estos estudios son mixtos. Algunos trabajos econométricos, tanto para Chile como para Colombia, han detectado un impacto estadísticamente significativo del encaje sobre la composición de los flujos de capital pero no sobre su volumen total<sup>19</sup>. Tales estudios sostienen que existe una elevada sustitución entre flujos con diferentes plazos de vencimiento, lo que involucra un incremento compensatorio de los flujos de largo plazo cuando el encaje provoca una merma en los de corto plazo. De allí concluyen que este tipo de regulación no tiene ningún impacto sobre los flujos netos de capitales.

---

18. Cabe recordar que Corea, considerado en la actualidad un ejemplo de apertura de la cuenta de capitales (evidentemente, fue todo lo contrario en su período de crecimiento 'milagroso') sigue aplicando restricciones a los egresos de ahorro interno.

19. Evaluaciones críticas acerca del encaje se encuentran en Valdés-Prieto y Soto (1998) y Cárdenas y Barrera (1997), para Chile y Colombia, respectivamente. De Gregorio, Edwards y Valdés (2000) también concluyen que el encaje no afectó el flujo neto de capitales, pero encuentran que fue efectivo en permitir un mayor diferencial entre la tasas de interés internas y externas, abriendo así espacio para realizar política monetaria.

Otros estudios recientes, sin embargo, muestran resultados diferentes. En el caso chileno, la exigencia de encaje habría provocado un impacto significativo sobre el volumen total de flujos de capital privado, una vez aislados los efectos de la disponibilidad externa de fondos y de los diferenciales de tasas de interés (Ffrench-Davis y Tapia, 2004; Le Fort y Lehman, 2003). Gallego y otros (2002) encuentran un efecto significativo del encaje sobre los flujos de capitales cuando se corrige por las acciones seguidas por el Banco Central para cerrar ventanas de elusión. Este último resultado destaca la necesidad de mantener un enfoque activo como condición necesaria para un uso eficaz de controles de capitales.

Para Colombia, Ocampo y Tovar (2003) encuentran que las exigencias de encaje fueron eficaces para reducir el volumen de flujos de capital, debido al incremento de los costos del endeudamiento de corto plazo y al bajo grado de sustitución de deuda a distintos plazos.

Villar y Rincón (2003) argumentan que los resultados econométricos acerca de la eficacia de este tipo de regulaciones sobre la magnitud de la afluencia de capital están expuestos a críticas, en la medida que no resuelven un problema de simultaneidad: tales regulaciones afectan la tasa interna de interés, la que a su vez incide sobre los flujos de capital. Por esta razón, los estudios mencionados en el párrafo anterior obtienen resultados de equilibrio parcial: habida cuenta del diferencial entre las tasas de interés interna y externa, la aplicación de un gravamen sobre los flujos de capital reduce el volumen de éstos. Tal gravamen, sin embargo, debiera redundar en un incremento de las tasas de interés internas, siendo probable que su efecto total sobre el volumen de afluencia de capital resulte ambiguo.

Siguiendo el argumento de Villar y Rincón (2003), la eficacia del encaje como instrumento de política macroeconómica debiera ser evaluada también desde la perspectiva de su incidencia sobre las tasas internas de interés y el tipo de cambio real. Su análisis econométrico muestra que en Colombia la exigencia de encaje fue un instrumento útil de política macroeconómica en un período de afluencia masiva de capital, exceso de demanda agregada, presiones a favor de la apreciación cambiaria y enorme déficit de cuenta corriente. Este instrumento facilitó la aplicación de una política contracíclica, permitiendo a las autoridades locales elevar las tasas internas de interés *vis-à-vis* las externas, y contraer, por consiguiente, la demanda agregada, a la vez que sorteaban las presiones a favor de la apreciación de la moneda local.

La experiencia de Chile en 1992 es bastante ilustrativa de la contribución del encaje a la estabilidad macroeconómica. Ese año, Estados Unidos recortaba aún más su tasa de interés —que ya era baja— a fin de superar la recesión interna, mientras la economía chilena experimentaba un leve recalentamiento y era destino de una abundante oferta de recursos externos. La respuesta de Chile consistió en incrementar la exigencia de encaje, dando así mayor libertad a la autoridad monetaria para elevar sus tasas internas de interés, y de esa manera estabilizar la demanda agregada. La

efectividad de los controles de capitales para abrir espacio para la política monetaria es respaldada por todos los estudios econométricos que la han contrastado empíricamente (*ver* De Gregorio y otros, 2000; Edwards, 1999; Ffrench-Davis y Tapia, 2004; Gallego y otros, 2002). Así, el Banco Central puede inducir una política monetaria de mini ajustes para evitar maxi ajustes.

No obstante la utilidad del encaje en la experiencia descrita, debe destacarse que, al igual que otras políticas macroeconómicas orientadas a afectar las tasas de interés y el tipo de cambio, ésta es esencialmente una herramienta de política de corto plazo<sup>20</sup>, utilizable sólo en períodos de oferta ‘excesiva’ de recursos externos. Es, en este sentido, una herramienta de política contracíclica.

#### e) Los efectos microeconómicos de los controles de capitales

Mientras los efectos positivos del encaje han sido reconocidos en círculos académicos y por autoridades de instituciones como el Banco de Pagos Internacionales, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, ha comenzado a surgir una línea de investigación que destaca los efectos microeconómicos de estas medidas. Aunque este artículo se concentra en materias macroeconómicas, hemos incluido esta sección breve sobre las implicaciones microeconómicas de los controles de capital dada la notoriedad que, recientemente, han alcanzado los trabajos en esta área, y en particular los referidos a la experiencia chilena.

En este sentido, Forbes (2003) encuentra que el encaje chileno afectó más intensamente a empresas ‘pequeñas’ imponiéndoles ‘restricciones financieras’. Por su parte, Gallego y Hernández (2003) concluyen que el encaje afectó las estructuras financieras de las empresas chilenas, reduciendo su endeudamiento, incrementando su dependencia de fondos propios (utilidades retenidas) para financiar su inversión y elevando los plazos de la deuda. Ambos trabajos se basan en una muestra de compañías que operan en el mercado bursátil<sup>21</sup>.

Sin entrar a analizar los resultados de ambos trabajos, debe destacarse que cualquier impuesto impone algún costo a los contribuyentes y, consecuentemente, cambia los precios relativos. Por ende, el punto crucial es identificar el efecto neto de los controles de capitales sobre el bienestar, luego de contrastar sus eventuales costos microeconómicos con sus beneficios macroeconómicos. Como se expuso antes, en general los estudios empíricos resaltan que en Chile los controles de capitales funcionaron bien, a pesar de la existencia de filtraciones y progresiva elusión, que des-

20. El concepto de ‘corto plazo’ puede referirse a varios años y se asocia a la duración de la oferta abundante de capital.

21. La mayoría de las empresas listadas en la bolsa de acciones están entre las más grandes de la economía. Por tanto, las conclusiones de estos estudios no pueden aplicarse directamente a las PYME.

pués de 1995 no fue monitoreada por las autoridades tan sistemáticamente como en 1991-95. De hecho, al menos en términos de sus objetivos intermedios, el encaje fue útil para permitir la acción de la política monetaria y actuó mejorando el perfil de los pasivos externos, reduciendo su nivel y aumentando su madurez.

Desde el punto de vista de la inversión y el crecimiento, el notable desempeño de la economía chilena en los noventa parece apoyar con fuerza la hipótesis de que el enfoque de políticas implementado (incluyendo la aplicación y gestión de los controles de capitales) tuvo beneficios que sobrepasaron con creces cualquier costo microeconómico asociado. De hecho, la tasa de inversión en Chile en los noventa fue la mayor de su historia. En este sentido, las 'restricciones financieras', tal como las define y reporta Forbes (2003), no fueron un impedimento para la expansión vigorosa de la capacidad productiva<sup>22</sup>. Más aún, el cambio documentado a nivel microeconómico desde deuda a utilidades retenidas como medio de financiamiento así como el aumento de la madurez de la deuda (Gallego y Hernández, 2003), pueden ser considerados como subproductos positivos de los controles de capitales, pues la principal fuente de ahorro en las EES tienden a ser las utilidades no distribuidas y las reservas de depreciación.

Por otro lado, la economía chilena se transformó en una de las menos vulnerables de la región, escapando inmune del contagio de la crisis mexicana. En el caso de la crisis asiática, el efecto negativo fue moderado y estuvo asociado preponderantemente a errores de política, como la liberalización descuidada de las salidas de capitales de residentes durante el período de auge (Ffrench-Davis y Tapia, 2004). El encaje, a su vez, contribuyó a reducir el *stock* de pasivos y a mejorar su perfil (tanto desde un punto de vista microeconómico y macroeconómico). De acuerdo con la literatura internacional, estos dos factores determinan fuertemente tanto la probabilidad de una crisis como su severidad. En otras palabras, la crisis asiática habría tenido efectos negativos más intensos si no se hubiesen aplicado controles de capitales durante el auge que la precedió.

Finalmente, hay evidencia robusta que señala que durante las crisis el acceso a financiamiento y los márgenes de intermediación son afectados más intensamente en las PYME que en las empresas grandes. Si se evitan crisis desalentando las entradas de capitales durante los períodos de auge, las PYME pagarán mayores tasas de interés durante el auge. Sin embargo, al mismo tiempo, se evitarán alzas bruscas de las tasas de interés y la presencia de una restricción financiera macroeconómica habitual durante la fase contractiva, la que gracias a la regulación de los flujos podrá ser eludida o atenuada.

---

22. Forbes (2003) define a las firmas 'financieramente restringidas' como aquellas que dependen de sus propios recursos para financiar su inversión. Esta definición es muy controvertida, como lo refleja la literatura sobre el tema (ver Kaplan y Zingales, 1997).

**f) La exigencia de encaje como política de endeudamiento:  
flujos vs. saldos**

Estudios empíricos en Chile y Colombia coinciden en que el encaje sobre la afluencia de capital contribuyó durante los años noventa a alargar el perfil de vencimiento de los pasivos externos privados<sup>23</sup>. Desde este punto de vista, fue efectivo como política de endeudamiento. Con un perfil de vencimientos de largo plazo para la deuda externa, un cese repentino de la oferta de recursos hacia los mercados emergentes tendrá una incidencia mucho menor. En dichas coyunturas, lo que cuenta son los requerimientos brutos de financiamiento, no los netos. Cuando en 1995 la crisis del tequila se difundió a la mayor parte de los países de América Latina, la estructura de vencimientos de la deuda externa en Chile y Colombia representó una significativa fortaleza de esas economías, ayudando a hacerlas casi inmunes a la crisis.

Sin embargo, un perfil de vencimientos de largo plazo para la deuda externa privada no representa una prenda de garantía suficiente contra una severa y prolongada sequía de flujos externos. Las experiencias de Chile y Colombia en 1998-99 sugieren que cuando la economía recibe ese tipo de *shock*, la deuda que originalmente se contrató con un horizonte de largo plazo puede convertirse en una de más corto plazo por decisión de los deudores. Estos últimos, por cierto, compran activos denominados en dólares para cubrir sus posiciones. Asimismo, bajo la presión de una débil actividad económica y fuertes expectativas de devaluación, es probable que obtengan autorización para proceder al prepago de sus pasivos en moneda extranjera, antes de la fecha de vencimiento, como de hecho sucedió en Colombia<sup>24</sup>.

El cuadro IV.6 presenta la evolución del saldo de la deuda externa en Chile y Colombia. Se observa un vertiginoso incremento del endeudamiento externo del sector privado durante la segunda mitad de los años noventa, aunque desde niveles iniciales moderados. El rápido proceso de acumulación de deuda privada marcó un profundo contraste entre el período de la crisis mexicana y 1998-99. Hacia fines de 1994, cuando la crisis de México estaba en sus inicios, la deuda privada ascendía a US\$ 12 mil millones en Chile y a US\$ 8 mil millones en Colombia. Apenas cuatro años después, a fines de 1998, las cifras se habían más que duplicado (a US\$ 26 mil millones en Chile y a US\$ 18 mil millones en Colombia). Aunque el componente de

23. Para el caso de Colombia, ver Cárdenas y Barrera (1997); Ocampo y Tovar (2003); Rincón (2000). Respecto de la experiencia chilena, ver Agosin y Ffrench-Davis (2001); De Gregorio, Edwards y Valdés (2000); Ffrench-Davis y Tapia (2004); Le Fort y Lehmann (2003); Gallego y otros (2002).

24. A partir de 1997, el Banco de la República de Colombia autorizó a los deudores privados el prepago de pasivos de largo plazo (que no hubieren depositado el encaje sobre los flujos de capital de corto plazo), a condición de que hubiere transcurrido la mitad del plazo original de vencimiento.



corto plazo de esas deudas siguió siendo bajo, el enorme incremento en la deuda privada aumentó la vulnerabilidad ante la crisis<sup>25</sup>.

El comportamiento de la deuda externa privada durante los años noventa implicó un creciente descalce cambiario. Los pasivos en moneda extranjera se incrementaron sin tener como contrapartida un aumento de activos en divisas. Hogares y empresas que operaban en actividades no transables contrajeron una cuantiosa deuda en dólares durante el período en el que creían que el peso se apreciaría –lo que sugiere que el encaje sobre los flujos de capital no fue lo suficientemente restrictivo. Sólo cuando la crisis de 1998-99 estalló y las monedas chilena y colombiana comenzaron a devaluarse, el sector privado empezó a buscar ansiosamente instrumentos de cobertura, lo que reforzó las presiones a favor de la depreciación de las monedas locales<sup>26</sup>. Las regulaciones que habían sido instauradas tanto en Chile como en Colombia se revelaron incapaces de impedir que ello sucediera. No fueron lo suficientemente rigurosas como para desalentar el traspaso de los descalces cambiarios desde los intermediarios financieros a sus clientes, quienes debieron entonces pagar un costo muy alto cuando el peso se devaluó. En la experiencia colombiana, la crisis financiera de 1999 obedeció en cierto grado al súbito incremento del valor en moneda nacional de los pasivos externos, debido a la devaluación del peso. Las regulaciones prudenciales debieron haber evitado esta situación, dando cuenta de este riesgo en los balances de los bancos que solían efectuar préstamos con este tipo de descalce cambiario. En Chile, la devaluación, requerida tras la excesiva apreciación de 1996-97, fue demorada a fin de que el sector privado pudiera reducir su deuda externa accediendo a un dólar más barato, a expensas del balance del Banco Central y de una costosa contracción monetaria: el retraso en la corrección del tipo de cambio fue compensado con un aumento drástico de las tasas de interés.

Una limitación del tipo de regulaciones utilizadas en Chile y Colombia radica en que éstas afectan a los nuevos flujos de pasivos en divisas, y no el acervo de éstos. Esas regulaciones deberían ser complementadas con políticas que regulen el saldo de pasivos externos, las cuales estarían basadas fundamentalmente en elementos de regulación y supervisión prudencial y en la imposición de provisiones muy estrictas a los bancos que conceden créditos a hogares o empresas con grandes descalces cambiarios

---

25. Bleakey y Cowan (2002) presentan evidencia a nivel de firmas para varios países de América Latina, para mostrar que el efecto negativo de la depreciación de las monedas locales durante las crisis (el efecto de hojas de balance) era más que compensado por la elasticidad del ingreso frente a movimientos cambiarios. Este resultado sugiere que las firmas en el sector transable de la economía tenían una estructura de pasivos más intensa en deuda externa que las empresas en el sector no transables. Sin embargo, en el caso colombiano, hay evidencia de que el incremento en deuda externa privada fue mayor en empresas del sector no transable (ver Banco de la República, 2002, p. 27).

26. En 1998-99, el Banco Central de Chile emitió bonos indexados al dólar de Estados Unidos por un monto equivalente a 2% del PIB, a un tipo de cambio evidentemente sobrevaluado, lo que facilitó operaciones de cobertura cambiaria.

(Villar y Rincón, 2003)<sup>27</sup>. Además, según lo sugiere Ocampo (2003), tales medidas podrían ser complementadas con disposiciones tributarias sobre los pasivos en moneda extranjera; por ejemplo, las deducciones por concepto de pago de intereses sobre préstamos internacionales podrían quedar restringidas a empresas generadoras de divisas y hasta por el monto de sus respectivos ingresos en moneda extranjera.

### **g) Inversión extranjera de portafolio**

Chile y Colombia permitieron, desde comienzos de los años noventa, la libre entrada y salida de IED<sup>28</sup>, pero aplicaron restricciones sobre la inversión extranjera de portafolio, a modo de política complementaria al encaje sobre los préstamos externos.

Chile mantuvo hasta mayo de 2000 el requisito de permanencia mínima de un año para inversión extranjera de portafolio (excepto ADRs). Además, como señalamos anteriormente, a partir de 1995 la exigencia de encaje se hizo extensiva a la adquisición de acciones de empresas chilenas por extranjeros (ADRS secundarios). Con todo, la inversión extranjera en acciones jugó un papel intensamente procíclico (cuadro IV.7).

Colombia impuso una regulación menos restrictiva. Los ADRs quedaron eximidos del encaje sobre flujos de capital y la inversión extranjera en acciones fue acogida sin restricciones, a condición que fuese canalizada a través de fondos para propósitos especiales, cuya administración estaba a cargo de instituciones financieras con sede en Colombia. Por otro lado, a fin de acelerar el proceso de profundización del mercado interno de capital para deuda pública, Colombia eliminó en 1996 las restricciones sobre la inversión extranjera en títulos de deuda pública. El propósito buscado se logró durante 1996 y 1997, antes del estallido de la crisis. El *stock* de inversión extranjera en deuda pública interna subió de cero en 1995 a US\$ 400 millones en marzo de 1998. Menos de un año después, sin embargo, esta cifra se había revertido casi por completo. Por consiguiente, la inversión extranjera en títulos de deuda pública, que había sido liberalizada a fin de facilitar el financiamiento público, terminó reforzando el sesgo procíclico de la inversión extranjera en acciones.

### **h) El papel de los inversionistas institucionales locales en los mercados cambiarios**

El hecho de que el impacto de la crisis de fines de los noventa sobre las economías chilena y colombiana haya sido mayor que el de la crisis del tequila, puede explicarse

27. Ffrench-Davis y Ocampo (2001) señalan que el principal problema de esta opción es que los agentes no financieros se endeudan directamente en el exterior. De hecho, las restricciones sólo sobre la banca tienden a incentivar ese endeudamiento directo.

28. En el caso chileno, sin embargo, se impuso una permanencia mínima de un año a la repatriación de capital de la IED y los préstamos asociados a la IED estuvieron afectados al encaje.

**Cuadro IV.7**  
**CHILE Y COLOMBIA: FLUJOS NETOS DEL EXTERIOR DE INVERSIÓN**  
**DE CARTERA EN ACCIONES, 1990-2003**  
 (Pasivos)<sup>1/</sup> (Millones de dólares)

Fines de:	Chile	Colombia
1990	367	0
1991	24	5
1992	338	66
1992	561	145
1994	1.109	478
1995	-248	165
1996	700	292
1997	1.720	278
1998	580	47
1999	524	-27
2000	-427	17
2001	-217	-42
2002 p	-320	17
2003 p	312	-52

**Fuente:** Banco Central de Chile, Banco de la República.

1/ ADRs y fondos de inversión.

p/ Preliminar.

en parte por factores ya mencionados: mayor apreciación cambiaria, más intensa y prolongada contracción en la oferta de fondos, más alto saldo de la deuda y mayor vulnerabilidad a la volátil inversión de cartera. Un factor adicional relevante puede haber sido el papel que los principales inversionistas institucionales locales comenzaron a jugar en los mercados cambiarios durante la segunda mitad de los años noventa.

Inicialmente, las restricciones sobre la actividad de los inversionistas institucionales domésticos en los mercados cambiarios constituyeron un elemento sustantivo del contexto en el que Chile y Colombia establecieron el encaje sobre los flujos de capital. Sin embargo, la tendencia a favor de la liberalización financiera que prevaleció en la economía internacional en los años noventa motivó que algunas de tales restricciones fueran gradualmente relajadas en la segunda mitad de la década, lo cual hizo más difícil evitar la fuga de capitales y las reasignaciones de portafolio que tuvieron lugar entre 1997 y 1999, con las crisis asiática y rusa, y disminuyó la eficacia del encaje para reducir la vulnerabilidad asociada a la volatilidad de los flujos de capital.

El ejemplo más claro de este proceso de relajación de las regulaciones lo constituye el régimen de inversión que se aplicó a los fondos de pensión privados. Éstos se convirtieron, en ambos países, en actores protagonistas del mercado interno de capitales, y paradójicamente, el papel gravitante que desempeñaron en los mercados cambiarios fue promovido durante la segunda mitad de los años noventa por las

propias autoridades económicas, las que consideraron que los efectos de la entrada de capitales externos podrían ser parcialmente compensados por la salida de capitales de inversionistas institucionales. Se les autorizó a invertir porcentajes más elevados de su portafolio en moneda extranjera, con la esperanza de que ello serviría de herramienta contracíclica. En la práctica, sin embargo, el impacto de tales fondos fue altamente procíclico; no invirtieron mucho en el exterior durante el período previo a la crisis asiática, cuando predominaban expectativas de una apreciación de la moneda local, y tras el estallido de la crisis, en cambio, aprovecharon la regulación menos estricta para transferir al exterior enormes sumas, reforzando así la demanda por moneda extranjera y acrecentando las presiones a favor de la depreciación.

Por consiguiente, según lo consignan Ffrench-Davis y Tapia (2001), el intento de utilizar una regulación más relajada sobre los fondos de pensiones demostró no ser exitoso para estimular la salida de capitales durante el período de auge. Al contrario, tal intento indujo una mayor vulnerabilidad en los mercados cambiarios y una reducción de los grados de libertad de las políticas monetarias internas durante la fase contractiva (*ver* también Ocampo, 2003; Zahler, 2005). De hecho, la fuente principal del ajuste recesivo que vivió Chile en 1998-99 estuvo asociada a la salida de capitales ejecutada por el sistema privado de pensiones, equivalente a casi 5% del PIB.

#### **i) Flujos públicos de capital e inversión extranjera directa**

En la sección 1 señalamos que el comportamiento de las cuentas fiscales en los años noventa fue completamente distinto en Chile y Colombia; el primer país mantuvo un superávit fiscal equivalente en promedio a casi 2% del PIB, mientras que Colombia registró un voluminoso y creciente déficit fiscal durante la última parte de la década. Esto explica que el financiamiento público no haya sido tema de debate en Chile, y que sí lo haya sido en Colombia. Hasta 1994, ambos países pudieron utilizar contracíclicamente sus respectivos superávits fiscales, reduciendo su deuda externa pública en un período de masiva afluencia de capital privado. En el caso chileno, la situación se mantuvo en los años siguientes. Lo más notable es que en el bienio 1995-96 el endeudamiento externo neto del sector público mostró un saldo negativo de US\$ 3.600 millones, lo que permitió paliar los efectos de los flujos privados. En Colombia, en cambio, a partir de 1995 se registró una afluencia neta de crédito externo al sector público. Debido a la magnitud del déficit del sector público, tales flujos alcanzaron gran volumen, promediando US\$ 1.100 millones entre 1995 y 2001. Entre 1995 y 1997 constituyeron un factor procíclico que reforzó las presiones hacia la apreciación del peso colombiano, derivadas de la afluencia de capital privado (cuadro IV.6)<sup>29</sup>.

29. Paradójicamente, después de 1997 la afluencia neta de crédito externo al sector público operó de nuevo como estabilizador del financiamiento externo total. Sin duda, tales flujos ayudan a explicar que en 1998 la merma en

El impacto del déficit fiscal colombiano sobre los flujos de capital no se manifestó solamente a través del crédito externo al sector público. Ya señalamos que la inversión extranjera de portafolio en Colombia estuvo estrechamente vinculada al desarrollo del mercado de la deuda pública, requerido con urgencia para cubrir el déficit gubernamental. Por otro lado, el comportamiento y las características de la IED en Colombia estuvieron considerablemente determinados por la magnitud de ese déficit, en marcado contraste con lo acaecido en Chile.

El cuadro IV.5 muestra que entre 1990 y 2003 Chile recibió flujos netos de IED por un valor anual promedio de US\$ 2.100 millones, superando a Colombia, que recibió un promedio de US\$ 1.600 millones. Tal diferencia es aun mayor en términos de IED para nuevos proyectos de inversión, lo que implica que su contribución al incremento de la formación interna de capital y de la productividad fue superior en Chile, donde hasta 1998 prevaleció una relación positiva entre IED y formación bruta de capital. Tal relación desapareció de Chile en 1999, cuando el grueso de la IED estuvo vinculado a fusiones y adquisiciones, en lugar de proyectos de inversión nuevos (Ffrench-Davis, 2003a). Con todo, cabe hacer notar que la IED desempeñó un papel contracíclico en Chile en 1999 en comparación a otros flujos de capital privado.

En contraste con Chile, la IED en Colombia correspondió principalmente a privatizaciones y a inversión en el sector petrolero. Las tendencias internacionales, marcadas por intensas adquisiciones, alcanzaron con fuerza a la economía colombiana, lo cual debilitó el vínculo entre la formación interna de capital y la IED, y determinó que ésta se comportara procíclicamente. El período en que la IED alcanzó niveles más altos (1996-98, de acuerdo con el cuadro IV.6) corresponde al de un abrupto descenso del coeficiente de formación bruta de capital fijo (sección 1, cuadro IV.3). De hecho, las operaciones por concepto de fusiones y adquisiciones representaron el 58% de la IED bruta total en ese período (Unctad, 2003). En la práctica, una parte considerable de la IED en Colombia representó una fuente de financiamiento del déficit público, la que casi desapareció después de 1998. Asimismo, el ciclo natural de inversión en el campo petrolero Cusiana implicó un rápido agotamiento de esa fuente de IED con posterioridad a 1998.

#### 4. OBSERVACIONES FINALES

Chile y Colombia parecían haber actuado en forma adecuada cuando en 1995 se hizo sentir el efecto tequila, toda vez que habían mantenido sus economías en expansión y

---

las reservas internacionales fuera menor, y que en los años siguientes la reconstitución de dichas reservas haya sido mucho más rápida en Colombia que en Chile. En ese sentido, la existencia de un mayor déficit fiscal en Colombia, en la medida en que pudo ser financiado desde el exterior, ayudó a reducir la vulnerabilidad de la economía a los avatares del mercado financiero internacional.

no daban muestras de ahogo financiero. Sin embargo, los efectos de las crisis asiática y rusa golpearon intensamente a los dos países. ¿Significa ello que fallaron las regulaciones sobre la cuenta de capitales? ¿Fue ello consecuencia de un régimen cambiario mal diseñado? Por cierto, cualquier respuesta en términos de sí o no a tales interrogantes sería extremadamente simplista.

Del análisis precedente podemos extraer las siguientes conclusiones:

- i) Las regulaciones sobre la cuenta de capitales aplicadas por Chile y Colombia fueron exitosas para reducir la participación de los flujos de capital de corto plazo dentro del total de flujos de capital.
- ii) Tales regulaciones hicieron posible que la política monetaria incrementara las tasas internas de interés *vis à vis* las externas, sin generar presiones adicionales a favor de la apreciación de las monedas locales. Ello constituyó un resultado favorable en el período de auge de los flujos de capital, en la medida que dejó espacio para una política monetaria contracíclica y permitió alcanzar equilibrios macroeconómicos reales más sostenibles.
- iii) Durante la segunda mitad de los noventa hubo cierta liberalización de las normas respecto de la inversión extranjera de portafolio y de operaciones de inversionistas institucionales domésticos en títulos extranjeros, lo que redundó en un contexto más procíclico para el manejo de la crisis de 1998-99.
- iv) La comparación entre las experiencias chilena y colombiana destaca la importancia de la austeridad fiscal en períodos de masiva afluencia de capital. La capacidad de los gobiernos de acometer políticas fiscales contracíclicas depende en grado crítico de lo que hagan durante las coyunturas expansivas. El gobierno puede durante los períodos de auge compensar parcialmente los efectos de la afluencia de capital privado rebajando (contracíclicamente) la deuda pública, tal como hizo Chile hasta 1997. De igual modo, si existe un mercado desarrollado para la deuda pública interna, la sustitución de deuda interna por externa puede constituir un adecuado mecanismo para reducir presiones a favor de la apreciación en períodos de masiva afluencia de capital.
- v) Los costos que Chile debió pagar a consecuencia de la crisis de 1998-99 muestran que la disciplina fiscal no basta y que los flujos de capital privado (en particular, el éxodo de capital nacional en ese bienio) pueden producir una aguda vulnerabilidad, incluso en presencia de controles de capitales. De hecho, las regulaciones a las entradas de capital utilizadas en Chile y Colombia se revelaron impotentes para evitar ese riesgo crítico. Incluso con una baja exposición a la deuda de corto plazo, la emigración de capitales puede ser muy voluminosa cuando los residentes están en condiciones de invertir en el exterior y los deudores de largo plazo disponen de la alternativa de prepagar sus pasivos. Esta vulnerabilidad puede ser mitigada imponiendo controles sobre las posiciones netas de divisas de los intermediarios financieros, de los principales inversionistas insti-

tucionales (como los fondos de pensiones) y –también muy importante– de los hogares y las empresas. La regulación prudencial del sector financiero debiera exigir a los bancos que den cuenta de los riesgos implícitos en el otorgamiento de préstamos al sector privado con importantes descalces cambiarios entre sus activos y pasivos. También la aplicación de gravámenes puede desincentivar dichos descalces.

- vi) El manejo del tipo de cambio parece haber tenido alguna responsabilidad en el agravamiento de los efectos de la reversión de los flujos de capital observada en 1998-99. Las bandas cambiarias que entonces operaban en Chile y Colombia fueron útiles durante buena parte de los años noventa, aunque fueron más eficientes para lidiar con presiones a favor de la apreciación de la moneda nacional, que con aquellas a favor de una devaluación. Los problemas de credibilidad suscitados por las bandas motivaron a las autoridades a restringir la flexibilidad del tipo de cambio y a aplicar políticas monetarias altamente contractivas durante la crisis. La falta de flexibilidad cambiaria durante la crisis fue mucho más evidente en Chile que en Colombia.
- vii) Las experiencias de ambos países con el crédito interno durante los años noventa fueron diametralmente distintas. En Colombia, el impacto de los flujos externos de capital fue potenciado por el crédito interno, lo que reforzó su carácter procíclico. En el caso de Chile, por el contrario, el coeficiente crédito interno /PIB evolucionó de una manera contracíclica. Dos lecciones fluyen de estas opuestas experiencias. Primero, que un grado mayor de profundidad financiera y una supervisión financiera más rigurosa pueden servir de colchones contra eventuales choques de capital externo, como probablemente ocurrió en Chile. Segundo, que la regulación financiera interna no debiera reforzar el sesgo procíclico de los flujos de capital, como sucedió en Colombia con el proceso de reducción del encaje sobre los depósitos internos antes de 1998.

## ANEXO

## DIMENSIÓN ECONÓMICA RELATIVA DE CHILE Y COLOMBIA, 2002

	PIB (precios corrientes)			GDP (PPP)		Exportaciones brutas de bienes y servicios (% del PIB corriente)
	Población (millones)	TOTAL (miles de millones de dólares)	Per cápita (dólares)	TOTAL (miles de millones de dólares)	Per cápita (dólares)	
Malasia	24	95	3.915	217	8.922	113,8
República de Corea	48	477	10.006	784	16.465	40,0
Asia Oriental (6)	449	1.215	2.707	2.893	6.444	52,0
Argentina	38	102	2.694	402	10.594	27,7
Brasil	174	452	2.593	1.312	7.516	15,8
Chile	16	66	4.169	153	9.715	34,1
Colombia	44	82	1.881	279	6.357	19,6
México	101	637	6.314	879	8.707	27,2
América Latina (19)	512	1.640	3.200	648	6.962	23,4
Estados Unidos	288	10.417	36.123	10.138	35.200	9,4
Mundo	6.201	32.252	5.201	47.426	7.648	24,4

**Fuente:** Sobre la base de cifras del Banco Asiático de Desarrollo, la Cepal, el FMI y el Banco Mundial. Asia Oriental incluye Filipinas, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwán, la República de Corea y Tailandia. América Latina incluye a 19 países.

## REFERENCIAS

- Agosin, M. y R. Ffrench-Davis (2001), "Managing capital inflows in Chile", en S. Griffith-Jones, M.F. Montes y A. Nasution (eds.), *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*, Oxford University Press/Wider, Londres y Nueva York.
- Banco de la República (2002), "Reporte de estabilidad financiera", Banco de la República, Subgerencia Monetaria y de Reservas, Bogotá, julio.
- Barajas, A. y R. Steiner (2002), "Credit stagnation in Latin America", *IMF Working Paper*, wp/02/53, marzo.
- Bleakley, H. y K. Cowan (2002), "Corporate dollar debt and depreciations: Much ado about nothing?", Federal Reserve Bank of Boston, *Working Paper Series*, No. 02-5.
- Cardoso, E. e I. Goldfajn (1998), "Capital flows to Brazil: The endogeneity of capital controls", *IMF Staff Papers*, 45, septiembre.
- Cárdenas, M. y F. Barrera (1997), "On the effectiveness of capital controls: The experience of Colombia during the 1990s", *Journal of Development Economics*, vol. 54.
- Carrasquilla, A. y J. P. Zárate (2002), "Regulación bancaria y tensión financiera: 1998-2001", en ANIF (ed.), *El sector financiero de cara al siglo XXI*, tomo I, ANIF, Bogotá.
- Corbo, V. y J. Tessada (2002), "Growth and adjustment in Chile: A look at the 1990s", en N. Loayza y R. Soto (eds.), *Economic Growth in Chile: Sources, Trends, and Cycles*, Banco Central de Chile, Santiago.



- De Gregorio, J., S. Edwards y R. Valdés (2000), "Controls on capital inflows: Do they work?", *NBER Working Paper 7645*, Cambridge, Mass.
- Edwards, S. (2002), "The great exchange rate debate after Argentina", *NBER Working Paper 9257*, octubre.
- \_\_\_\_\_ (1999), "How effective are capital controls", *Journal of Economic Perspectives*, otoño.
- Ffrench-Davis, R. (2005), "Macroeconomía para el crecimiento y globalización financiera: cuatro temas estratégicos", en este volumen.
- \_\_\_\_\_ (2003a), "La inversión extranjera directa en Chile", en O. Muñoz (ed.), *Hacia un Chile competitivo*, Editorial Universitaria/Flacso, Santiago.
- \_\_\_\_\_ (2003b), "Financial crises and national policy issues: An overview", en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *From Capital Surges to Drought*, Palgrave, Londres.
- \_\_\_\_\_ (2003c), *Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad: tres décadas de política económica en Chile*, tercera edición, J. C. Sáez editor, Santiago.
- \_\_\_\_\_ y J. A. Ocampo (2001), "Globalización de la volatilidad financiera: desafíos para las economías emergentes", en R. Ffrench-Davis (comp.), *Crisis financieras en países 'exitosos'*, Cepal/McGraw-Hill, Santiago.
- \_\_\_\_\_ y H. Tapia (2004), "The Chilean-style capital controls: an empirical assessment", mimeo, Cepal.
- \_\_\_\_\_ y H. Tapia (2001), "Tres variedades de política en Chile frente a la abundancia de capitales extranjeros", en R. Ffrench-Davis (comp.), *Crisis financieras en países 'exitosos'*, Cepal/McGraw-Hill, Santiago.
- \_\_\_\_\_ y G. Larraín (2003), "How optimal are the extremes? Latin American exchange rate policies during the Asian crisis", en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (ed.), *From Capital Surges to Drought*, Palgrave/Wider/Eclac, Londres.
- Forbes, K. (2004), "Capital controls: Mud in the wheels of market discipline", *NBER Working Paper 10284*, enero.
- \_\_\_\_\_ (2003), "One cost of the Chilean capital controls: increased financial constraints for smaller traded firms", *NBER Working Paper 9777*, junio.
- Gallego, F., y L. Hernández (2003), "Microeconomic effects of capital controls: the Chilean experience during the nineties", *Working Paper N° 203*, Banco Central de Chile, febrero.
- Gallego, F., L. Hernández y K. Schmidt-Hebbel (2002), "Capital controls in Chile: were they effective?", en L. Hernández y K. Schmidt-Hebbel (eds.), *Banking, Financial Integration, and International Crises*, Banco Central de Chile, Santiago.
- Held, G. y F. Jiménez (2001), "Liberalización, crisis y reforma del sistema bancario: 1974-99", en R. Ffrench-Davis y B. Stallings (eds.), *Reformas, crecimiento y políticas sociales en Chile desde 1973*, LOM Ediciones, Santiago.
- Kaplan, S. y L. Zingales (1997), "Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financial constraints?", *The Quarterly Journal of Economics*, 112, febrero.
- Le Fort, G. y S. Lehmann (2003), "El encaje y la entrada neta de capitales: Chile en el decenio de 1990", *Revista de la Cepal*, No. 81, Cepal, diciembre, Santiago.
- Ocampo, J. A. (2005), "Los caminos para superar las frustraciones de crecimiento de América Latina: los nexos macro y mesoeconómicos", en este volumen.

- \_\_\_\_\_ (2003), "Capital account and counter-cyclical prudential regulations in developing countries", en R. French-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *From Capital Surges to Drought*, Palgrave/Wider/Eclac, Londres.
- \_\_\_\_\_ y C. Tovar (2003), "La experiencia colombiana con los encajes a los flujos de capital", *Revista de la Cepal*, No. 81, Santiago, diciembre.
- \_\_\_\_\_ y L. Villar (1992), "Trayectoria y vicisitudes de la apertura económica colombiana", en *Pensamiento Iberoamericano*, No. 21, edición especial, Madrid.
- Restrepo, J. E., (1999), "Reglas monetarias en Colombia y Chile", en *Archivos de Macroeconomía*, No. 99, Departamento Nacional de Planeación, Bogotá, enero.
- Unctad (2003), *Foreign Investment Report 2003*, Naciones Unidas, Ginebra.
- Urrutia, M. (1995), "El sistema de bandas cambiarias en Colombia", *Notas Editoriales, Revista del Banco de la República*, vol. LXVIII, No. 807, Bogotá, enero.
- Valdés-Prieto, S. y M. Soto (1998), "New selective capital controls in Chile: Are they effective?", *Empírica* 25(2).
- Villar, L. y H. Rincón (2003), "The Colombian economy in the 1990s: Capital flows and exchange rate regimes", en A. Berry (ed.), *Critical Issues in Financial Reform: A View from the South*, New Brunswick, N. J., Transaction Publishers.
- Zahler, R. (2005), "Estabilidad macroeconómica e inversiones de los fondos de pensiones: el caso de Chile", en este volumen.
- \_\_\_\_\_ (1998), "The Central Bank and the Chilean macroeconomic policy in the 1990s", *Revista de la Cepal*, No. 64, abril.

## Capítulo V

# BASILEA II: SU IMPACTO EN LOS MERCADOS EMERGENTES Y SU ECONOMÍA POLÍTICA

*Stephany Griffith-Jones y Avinash Persaud,  
con Stephen Spratt y Miguel Segoviano\**

### INTRODUCCIÓN

En los últimos 25 años se ha llegado lentamente al convencimiento de que el éxito económico –un rápido incremento en el estándar de vida para todos–, depende no sólo de la combinación exacta de los instrumentos de política económica sino también del marco institucional en el que la actividad económica se desarrolla.

Uno de los marcos institucionales más importantes es el régimen de regulación bancaria nacional e internacional. El papel de la banca atravesó por un período de abandono a fines de los años noventa, cuando los revolucionados mercados bursátiles proveyeron la mayor parte del nuevo dinero que rebasaba las arcas de los grandes negocios, sobre todo en los países desarrollados (PD). Pero ahora, al igual que entonces, las empresas son, en su mayoría, demasiado pequeñas para conseguir financiamiento en el mercado de valores y, por tanto, dependen del crédito bancario. El crecimiento económico depende del buen funcionamiento del sistema bancario, especialmente en el caso de los países en vías de desarrollo (PED), los cuales tienen mercados financieros subdesarrollados (Singh, 1997). Japón puede tener el segundo mercado de valores más grande del mundo, pero su sistema bancario en ruinas ha estrangulado el crecimiento económico. Los mercados de valores no pueden sustituir a los sistemas bancarios; ni las economías desarrolladas ni las emergentes pueden prescindir de uno o de otro.

Un buen sistema de regulación bancaria es un determinante esencial de la vitalidad económica de las naciones y de los mercados internacionales. El Acuerdo Basilea II (segundo gran acuerdo del Comité de Basilea), cuando es juzgado desde la perspectiva de las principales fallas de mercado –las cuales debieran constituir el objetivo central de la regulación–, no parece ser el correcto; es complejo cuando debería ser simple, se centra en los procesos más que en los resultados, es implícitamente procíclico en vez de ser explícitamente anticíclico, es complaciente con los grandes

---

\* Las opiniones expresadas aquí son de la exclusiva responsabilidad de los autores. Expresan sus agradecimientos a Ricardo Ffrench-Davis, José Antonio Ocampo, Ariel Buiara, Octaviano Canuto, Günther Held, Jonathan Ward y Martin Wolf por sus sugerencias. También desean agradecer a dos comentaristas anónimos por sus valiosos comentarios.

bancos, en vez de mostrarse más estricto con ellos, y en el caso de los préstamos a los PED ignora los probados beneficios de la diversificación, al no alinear más acuciosamente el capital regulado a los riesgos que enfrenta la banca. Un incremento importante del costo de los préstamos a los PED, y una inminente reducción de su volumen, serán muy probablemente consecuencia de la política propuesta por el Comité de Basilea y de la dispar conformación del Comité de Basilea para la Supervisión de la Banca, más que simple mala suerte.

A pesar de nuestras serias reservas respecto del probable contenido del referido acuerdo, sus propuestas incluyen varios elementos positivos, particularmente en el método estandarizado. Desde la perspectiva de los PED, éstos se refieren, por ejemplo, a la remoción de la distinción OCDE/no-OCDE y a la reducción del excesivo incentivo a los préstamos de corto plazo para los prestatarios peor evaluados.

Sin embargo, existen importantes preocupaciones concernientes a la fórmula de Internal Ratings Based (IRB) propuesta dentro de Basilea II, y a su impacto negativo sobre las economías en desarrollo:

- i) El método BEI sobrestimaría en forma significativa el riesgo de préstamos de la banca internacional a los PED, principalmente porque no reflejaría de manera apropiada los claros beneficios de diversificación internacional que tienen tales préstamos en cuanto a la reducción del riesgo. Además, incluso los grandes bancos internacionales carecen de la información requerida por el citado método; esto también desincentivaría los préstamos a los PED. La combinación de estos factores probablemente causará un excesivo incremento en los requisitos de capital regulatorio para los préstamos internacionales a los PED, creando el riesgo de reducir agudamente los créditos bancarios, mientras que una parte significativa de los préstamos restantes podría quedar enfrentada a un costo creciente. Ello es contrario al objetivo declarado por los gobiernos del G-10 de incentivar los flujos privados hacia los PED, para estimular y financiar el crecimiento. Este es particularmente el caso actual, pues todas las corrientes de capital a los PED —especialmente el crédito bancario— se han desplomado en los últimos seis años, frenando el crecimiento.
- ii) Acentuaría la tendencia procíclica del crédito bancario, lo cual afecta a todas las economías, pero especialmente a las menos desarrolladas, pues éstas son más vulnerables a las fuertes fluctuaciones cíclicas del sistema bancario.

Estos dos serios problemas han sido parcialmente reducidos por las modificaciones a las propuestas de Basilea II, especialmente por el aplanamiento de la curva IRB en noviembre de 2001.

En la sección 1, examinamos el probable impacto de Basilea II en los costos y en el volumen de los préstamos bancarios a los PED. En la sección 2, consideramos si estos cambios son objetivamente justificados. En la sección 3, discutimos explicaciones alternativas para reformas específicas en algunas áreas y la falta de modificaciones en

otras; estas alternativas se centran en la economía política de las deliberaciones del Comité de Basilea. En la sección 4, presentamos las principales conclusiones y planteamos algunas propuestas para evitar que el Comité de Basilea, a través de éste y de futuros acuerdos, tenga un impacto negativo sobre el mundo en vías de desarrollo.

#### 1. EL IMPACTO DE LAS PROPUESTAS DE BASILEA II EN LOS PED

Uno de los objetivos más importantes del nuevo Acuerdo de Basilea es alinear mejor las regulaciones del capital con los riesgos reales. Los críticos del Acuerdo de 1988 han argumentado que la regulación requerida no refleja correctamente los niveles variables del riesgo asociado a los préstamos para diferentes tipos de prestatarios. Específicamente, han afirmado que el capital exigido para los préstamos a los demandantes mejor evaluados es demasiado alto. Por tanto, un efecto inmediato de la propuesta actual (Basilea II) será reducir los requerimientos de capital establecidos para los préstamos a los prestatarios mejor evaluados. Sin embargo, como el Comité de Basilea también ha sostenido que el nivel total de capital regulado en el sistema debería mantenerse en el nivel actual de 8%, esto sólo puede lograrse aumentando el capital requerido para los prestatarios peor evaluados. Así, es universalmente aceptado que un impacto inevitable de la propuesta –si se adopta el método IRB– será incrementar los requerimientos del capital para los prestatarios con más baja evaluación. Mientras que se acepta esto, no hay consenso sobre el impacto exacto que ello tendrá en el precio y los términos de los préstamos a dichos prestatarios, si bien se espera que los precios generalmente mejorarán para los prestatarios mejor evaluados y empeorarán para aquellos con una más baja clasificación.

El exceso de préstamos bancarios internacionales a bajo costo puede haber tenido efectos nocivos en el pasado (jugando un papel importante en la gestación de la crisis de la deuda de los ochenta –*ver*, por ejemplo, Griffith-Jones y Sunkel, 1989), y haber contribuido en forma significativa a desencadenar la crisis asiática. Sin embargo, los préstamos netos insuficientes –e incluso negativos– de la banca internacional, como ocurrió por más de media década luego de la crisis asiática (*ver* Ffrench-Davis y Griffith-Jones, 2003), son también muy perjudiciales para el crecimiento y el desarrollo, así como los *spreads* excesivamente elevados sobre esos préstamos. Por tanto, existe una seria preocupación de que, justo cuando los préstamos de la banca internacional se están recuperando –después de un sexenio de sequía–, Basilea II lleve, inadecuadamente, a frenar estos préstamos, haciendo caso omiso de los evidentes beneficios de la diversificación internacional para esos bancos.

Más aún, nuestra reciente investigación empírica ha demostrado que si los beneficios de esa diversificación internacional se incluyen en la medición del IRB, el problema de la prociclicidad de los requisitos de capital asociado a la fórmula del IRB en Basilea II, tal como se aprobó en principio, y su efecto procíclico sobre los préstamos bancarios, disminuirían significativamente. Cuando hicimos simulaciones de los re-

quisitos de capital bajo ambas alternativas, para los sistemas bancarios de varios países, la prociclicidad de los requerimientos de capital con beneficios de diversificación era claramente menor que aquella en la que no se tomaban en cuenta esos beneficios; sin embargo, el sesgo procíclico resultante es todavía más elevado que si se utilizara el método estandarizado básico de Basilea II (para evidencia empírica, ver Griffith-Jones y otros, 2004).

El cuadro V.1 muestra estimaciones del impacto en el capital requerido por £100 de préstamo soberano de diversa clasificación. Además, presenta estimaciones del impacto sobre los *spreads*, asumiendo (i) retornos constantes de capital y (ii) requisitos obligatorios de capital. Consecuentemente, deberían ser vistas como el límite superior –o el máximo posible– del diferencial de tasas.

Como puede verse en el cuadro V.1, el punto de corte –donde el cambio en el *spread* se transforma en positivo (incremento en costos)– se produce en BB. Después de ese punto, el cambio en el *spread* se incrementa dramáticamente a medida que la clasificación del deudor se deteriora.

**Cuadro V.1**  
ESTIMACIÓN DEL IMPACTO SOBRE REQUERIMIENTOS DE CAPITAL  
Y MÁRGENES (*SPREADS*) SOBERANOS

<i>Rating</i>	Capital requerido por £100	Cambio de <i>spreads</i> estimado <sup>1/</sup>
A+	1,18	-42,65
A	1,89	-38,22
A-	1,89	-38,22
BBB+	2,96	-62,96
BBB	4,03	-49,68
BBB-	5,04	-36,97
BB+	5,61	-119056 (-11,0956)
BB	7,76	-11,92
BB-	8,86	+43,24
B+	11,79	+331,38
B	19,08	+969,78
B-	21,31	1.165
CCC	31,33	2.041,13

**Fuente:** Weder y Wedow (2002).

1/ Estima el cambio en el *spread* requerido para producir retornos (ajustados por riesgo) similares a los logrados bajo el actual Acuerdo.

El impacto real en el costo y en la cantidad de préstamos bancarios a los PED estará determinado por la medida en que los requisitos de capital regulado sean una limitación efectiva. Por el momento, no es posible decir con precisión cuál será su efecto sobre los costos del crédito a los prestatarios peor evaluados, pues la relación exacta entre el nivel de capital regulado y los precios y condiciones del préstamo no

son completamente conocidos. Sin embargo, podemos establecer los parámetros más altos y los más bajos: si, por ejemplo, se efectúan cambios en el capital regulado con todos los efectos restrictivos, entonces las estimaciones de cambios en el diferencial del cuadro V.1 corresponderán a cambios en los precios. Así, para países catalogados en B (B-)—como Brasil—, el capital regulado por £100 prestados se incrementaría desde la cifra actual de £8 a £21. Asumiendo que se espere ganancias con el mismo ajuste de riesgo exigido bajo el Acuerdo actual, ello equivaldría a un incremento en el diferencial de 1.165 puntos base. Del mismo modo, para los países catalogados en CCC, el incremento de capital regulado por un préstamo de £100 será de £8 a £31. Si se asume de nuevo un impacto totalmente restrictivo y ganancias con ajustes constantes de riesgos, ello produciría un incremento del diferencial de 2.041 puntos base. Para bonos soberanos no clasificados con probabilidades implícitas más elevadas de no-pago, el incremento sería sustancialmente más alto. Esto obviamente incluye, por ejemplo, a la gran mayoría de los países del África subsahariana.

Tal como muestra el cuadro V.2, el Comité de Basilea estima que los préstamos a las sociedades clasificadas en B- requerirán disponer de un 260% de incremento de capital, respecto del 8% actual. Esto implica disponer de un 20,8% de la suma prestada a los prestatarios evaluados en este rango de crédito. Para los prestatarios corporativos clasificados en CCC, el capital exigido equivaldrá a aproximadamente un 29%. En contraste, a un deudor catalogado en AA- se le requerirá dejar a un lado sólo un 1,28% del capital regulado, contra el 8% actual<sup>1</sup>. Claramente, si se adoptan los mismos supuestos, las estimaciones del Comité de Basilea implicarían incrementos máximos del *spread* similares a los vistos en el cuadro V.1.

Las estimaciones entregadas en los cuadros V.1 y V.2 deben ser consideradas como los aumentos máximos posibles. Es difícil que los requisitos de capital sean en la práctica del todo restrictivos; el incremento en los costos será probablemente más bajo que las cifras dadas. Al respecto, debe considerarse la posibilidad de que los bancos puedan decidir utilizar transacciones que están fuera de sus balances, y de este modo obviar completamente los requerimientos de capital regulatorio.

El argumento más sólido —y más esgrimido— contra que sucedan estos aumentos de costos es que los bancos estiman el precio de los préstamos sobre la base de sus propios cálculos de capital económico, en lugar de usar como base el capital regulatorio<sup>2</sup>. Dado que los objetivos del Comité de Basilea son alinear los requisitos

1. Estimaciones similares pueden ser encontradas, por ejemplo, en Powell (2002).

2. Capital económico es aquel requerido para apoyar el riesgo inherente a cualquier actividad bancaria —riesgo de crédito, de mercado u operacional. Está, por tanto, estrechamente relacionado a los cálculos de Ganancia de Capital con Ajuste de Riesgo. Como medida estandarizada, permite que un banco compare directamente la atracción relativa —en términos del riesgo/retorno— de distintas opciones.

Capital regulatorio es la cantidad de capital que las autoridades reguladoras estipulan debe estar disponible para diferentes actividades bancarias. En consecuencia, haciendo al capital regulado más sensible al riesgo, el nuevo Acuerdo lo alineará más estrechamente con la propia valoración del capital económico de los bancos.

**Cuadro V.2**  
ESTIMACIÓN DEL COMITÉ DE BASILEA DE CAMBIOS A LA PONDERACIÓN  
DE RIESGO PARA EMPRESAS

<i>Rating</i>	Probabilidad de no pago (PD) <sup>1/</sup>	Ponderación de riesgo de firmas estimado (%)	Capital requerido por £100 <sup>2/</sup>
AAA	0		
AA+	0		
AA	0		
AA-	0,03	14,75	£1,28
A+	0,02		
A	0,05	20,03	£1,60
A-	0,05	20,03	£1,60
BBB+	0,12	30,20	£2,42
BBB	0,22	50,00	£4,00
BBB-	0,35	60,00	£4,80
BB+	0,44	67,00	£5,36
BB	0,89	90,00	£7,20
BB-	1,33	110,00	£8,80
B+	2,91	140,00	£11,20
B	8,38	210,00	£16,80
B-	10,32	260,00	£20,80
CCC	21,32	360,00	£28,80

**Fuente:** CP3 Comité de Basilea. Los porcentajes estimados son función del requisito actual de 8% de capital. Así, una estimación de 200% equivale a un requisito de capital de 16% del valor del préstamo.

1/ Probabilidad de no pago promedio en un año, según Standard & Poors.

2/ Relativo al número actual de £8.

de capital regulatorio con los del capital económico, se argumenta que las reformas no tendrán ningún impacto en la valorización de los préstamos. Un estudio realizado por el Banco de Inglaterra (Hayes, Saporta y Lodge, 2002) sostiene, principalmente basado en esta presunción, que las propuestas probablemente tendrán sólo un impacto menor en los precios y/o en el volumen de préstamos a los mercados emergentes. Sin embargo, este argumento asume que el uso de capital económico es uniforme en todos los bancos que están activamente comprometidos con prestatarios de países emergentes y en desarrollo.

Un reciente estudio de Price Waterhouse Coopers<sup>3</sup>, que encuestó a una muestra representativa de los más sofisticados bancos europeos, concluyó que el capital económico, lejos de ser uniforme, está integrado completamente en menos de la mitad de los bancos. Ello sugiere firmemente que al menos para el 50% de los bancos europeos, el precio del crédito no puede estar basado en cálculos del capital económico. *Por tanto, esperaríamos que el capital regulado tuviera un fuerte impacto en*

3. Presentado en el Simposio de Servicios Bancarios y Financieros en la CBC, Londres, 25 de julio, 2003.



*los precios y condiciones de los préstamos para estos bancos, creando de ese modo un impacto promedio significativo*<sup>4</sup>.

## 2. ¿SE JUSTIFICAN LOS INCREMENTOS DEL CAPITAL REGULATORIO Y DEL COSTO PROBABLE DEL CRÉDITO?

El Comité de Basilea, y en general los partidarios de su propuesta, argumentan que el incremento de los requisitos de capital para los prestatarios peor evaluados –rasgo integral de las propuestas–, está plenamente justificado sobre la base de una valoración más exacta del riesgo. Usan el mismo argumento para defender cualquier aumento en el costo de los préstamos a los prestatarios con más baja clasificación, aun cuando afirman que un gran incremento es poco probable. ¿Es válida esta posición?

Desde nuestro punto de vista, esta argumentación adolece de dos serios defectos: (i) las propuestas no toman en cuenta los beneficios de la diversificación internacional, y (ii) existen problemas de información en los PED, lo cual impide una evaluación acuciosa de la capacidad de pago de los prestatarios, y conduce a una tendencia a ‘asumir lo peor’. La combinación de estos factores implicará, probablemente, que los requisitos de capital regulado asociados con los préstamos a PED *sobrestimarán* seriamente el riesgo de tales préstamos.

### a) Diversificación

Se ha sostenido durante mucho tiempo que uno de los mayores beneficios de invertir en economías emergentes y en desarrollo es su relativamente baja correlación con los mercados maduros, lo cual ha sido confirmado por recientes investigaciones empíricas (Griffith-Jones y otros, 2003). Consecuentemente, los bancos que opten por la diversificación internacional de sus préstamos obtendrían claros beneficios –un banco con una cartera de préstamos distribuida entre mercados relativamente no correlacionados, es menos probable que se enfrente con problemas simultáneos en todos esos mercados, que un banco con préstamos concentrados en un número relativamente más pequeño de mercados muy correlacionados. Por tanto, para alinear exactamente el capital regulatorio con los riesgos reales que un banco pudiera enfrentar, el Acuerdo debe tomar en cuenta que los requisitos de capital para un banco con una cartera de préstamos internacionales bien diversificada deberían reflejar riesgos totales más bajos que los de aquéllos con una cartera más concentrada. Las propuestas actuales

4. Un estudio hecho por una prestigiosa firma consultora de administración de riesgos, Mercer Oliver Wyman (Garside y Peterson, 2003), concluye que el nuevo Acuerdo producirá: *Un incremento en los márgenes de intermediación (spreads) del crédito para segmentos de riesgo tales como préstamos de mediano plazo, PYMES y bonos soberanos de baja clasificación.*

Recientemente, hemos tenido la oportunidad de acceder a la información de uno de los más grandes bancos diversificados internacionalmente<sup>5</sup>. Estos datos internos del banco sobre montos de préstamos no pagados y de provisiones, reflejan de una manera más precisa el riesgo real de una cartera diversificada internacionalmente. Los resultados obtenidos se presentan en el cuadro V.5.

**Cuadro V.5**  
COEFICIENTES DE CORRELACIÓN PROMEDIOS Y TEST ESTADÍSTICOS CON DATOS INTERNOS DE UN BANCO INTERNACIONALMENTE DIVERSIFICADO

Variable	Período	Frecuencia	Internos de un banco internacio- nalmente diversificado	Des/En Des Coeficiente de correlación media	Test estadístico (H0: M <sub>x</sub> =M <sub>y</sub> ) Valor crítico de 5%
Préstamos no servidos (recuperables)	1998-2002	Anual	0,71	-0,19	3,09 (1,86)
Provisiones	1998-2002	Anual	0,55	-0,14	2,14 (1,86)

**Fuente:** Cálculos de los autores.

Recordemos que la hipótesis nula a ser examinada era:  $H_0: M_x = M_y$ ;  $H_1: M_x \neq M_y$ .  $M_x$  es la media de los coeficientes de correlación entre los países desarrollados y  $M_y$  es la media de los coeficientes de correlación entre países desarrollados y países en desarrollo.

La hipótesis nula es rechazada en ambos casos (a un nivel de significancia del 5%). Esto es consistente con nuestros resultados previos, los cuales, sobre la base de información independiente, sugieren enfáticamente que la cartera de préstamos de un banco que está diversificada internacionalmente entre demandantes de PD y PED tendrá un riesgo total más bajo que una concentrada exclusivamente en préstamos a PD. Para probar esta hipótesis en el caso de la cartera de préstamos de un banco, hicimos un ejercicio de simulación para medir la pérdida inesperada<sup>6</sup> potencial de una cartera diversificada dentro de los PD, y la de una diversificada entre regiones desarrolladas y en desarrollo. El cuadro V.6 presenta los resultados de este ejercicio; las pérdidas inesperadas para la cartera centrada en prestatarios de PD son, en promedio, *23% más altas que las de una cartera diversificada entre PD y PED.*

5. Se nos pidió mantener la confidencialidad de la fuente de información.

6. Pérdidas esperadas son aquellas que un banco estima experimentará en su cartera en un período determinado de tiempo; ellas deberían estar idealmente cubiertas con provisiones. Pérdidas inesperadas es el monto en que se exceden las pérdidas reales por sobre las esperadas; pueden ser cubiertas con capital económico y/o regulatorio.

**Cuadro V.6**  
COMPARACIÓN DE CARTERAS NO DIVERSIFICADAS POR INDUSTRIA

1. Diversificada en países desarr./ en des			2. Diversificada			
<b>Total nivel de préstamos = 117.625.333</b>			<b>Total nivel de préstamos = 117.625.333</b>			
Percentil	Valor pérdidas	Pérdidas no esperadas (%)	Percentil pérdidas	Valor esperadas (%)	Pérdidas no porcentual	Diferencia
99,8	22.595.312	19,21	99,8	27.869.349	23,69	+23,34

**Fuente:** Cálculos de los autores.

Resulta significativo el hecho de que las correlaciones no son constantes en el tiempo. El peligro, por supuesto, es que las correlaciones dentro de los mercados emergentes aumentan dramáticamente durante las crisis, esparciendo el contagio de un país a otro o de una región a otra. En estas circunstancias, es posible que una cartera diversificada a través de un rango de regiones emergentes y en desarrollo, pudiera ser golpeada simultáneamente en todas las áreas de los mercados emergentes. Con el propósito de evaluar la validez de esta aseveración, extendimos nuestro análisis para ver qué pasaría con los efectos de la diversificación durante tres períodos de crisis (*ver* Anexo 2). Los resultados demuestran que para cada variable analizada en cada período, la correlación promedio entre países ‘desarrollados’ y ‘en desarrollo’ es más baja que la correlación promedio entre países ‘desarrollados’. Dada esta evidencia, podemos concluir que los beneficios de tener una cartera bien diversificada entre mercados desarrollados y emergentes se mantienen durante los períodos de crisis, aunque, como es de esperar, la magnitud de los beneficios de la diversificación es menor durante las fases de crisis que cuando no las hay.

#### b) La creciente ‘División de Información’

Un asunto importante, al cual se le ha dado escasa atención, dice relación con el tratamiento crecientemente cuantificado del riesgo de crédito, y con cómo este proceso depende de que se pueda recopilar información para un período de tiempo extenso. Es probable que el proceso de reforma del Acuerdo de Basilea acelere este proceso. En efecto, algunos comentaristas han sostenido que tal aceleración ya está bastante avanzada, en la medida que los bancos buscan mejorar sus sistemas internos para ser elegibles para el IRB<sup>7</sup>.

7. Para poder ser considerado en la alternativa del IRB, un banco debe convencer a sus autoridades supervisoras nacionales de que reúne los requisitos mínimos de los criterios cuantitativos y cualitativos establecidos en el Tercer Paquete Consultivo (CP3) de Supervisión Bancaria (2003), emitido por el Comité de Basilea.

El Marco Fundacional del IRB<sup>8</sup> exigía que cada banco proveyera su propia estimación de la probabilidad de no-pago (PD), mientras que las autoridades supervisoras debían suministrar estimaciones para la pérdida asociada al no-pago (LGD), exposición al no-pago (EAD) y madurez (M). Bajo el Marco Avanzado del IRB, los bancos deben proveer estimaciones para cada uno de estos indicadores, sujetos a alcanzar unos estándares mínimos. Sin embargo, para que las estimaciones de PD de un banco sean aceptadas como un dato fiable<sup>9</sup>, la extensión mínima del período de observación utilizado debe ser de cinco años para al menos una de las fuentes<sup>10</sup>. *Las estimaciones de LGD, en cambio, deben estar basadas en un período de observación de la información que idealmente debiera cubrir al menos un ciclo económico completo y que, en ningún caso, debe ser menor a un período de siete años para por lo menos una fuente*<sup>11</sup>.

Para los bancos internacionalmente activos más sofisticados, que tienen sistemas de este tipo bien desarrollados, la información histórica en que basan sus estimaciones es derivada de los mercados desarrollados, y resulta esencial para el cálculo del capital económico en que basan el precio de sus préstamos. Como nos han dicho los más grandes bancos, la disponibilidad de esta información es mucho menor en los PED que en los mercados desarrollados, lo cual implica que los bancos que deseen emplear tales sistemas en mercados emergentes deben –en ausencia de información confiable– hacer suposiciones muy conservadoras sobre los prestatarios potenciales; de hecho, ‘presumen lo peor’, y los precios de los préstamos lo refleja. Por tanto, los bancos que emplean sistemas cuantitativos de esta clase en los mercados emergentes tienden a sobrestimar los riesgos involucrados en dichos préstamos. Resulta significativo que éstos conforman grupos de bancos que han intentado salirse de los préstamos sindicados o bilaterales a los PED. La explicación para la caída de préstamos comúnmente enfatiza el hecho de que los márgenes (*spreads*) son insuficientes para compensar a los bancos por los riesgos que enfrentan en esos mercados. Sin embargo, según lo discutido anteriormente, estos riesgos pueden aparecer más grandes de lo que verdaderamente son, debido a la falta de información confiable, y, por tanto, aunque los márgenes no compensen a los inversionistas contra los ‘peores riesgos posibles’ –esto es, una evaluación ‘conservadora’ del riesgo, o ‘suponer lo peor’–, pueden ser apropiados para los probables resultados del mundo real.

Sin embargo, el hecho de que los márgenes de los préstamos sindicados sean menores a los que estos modelos producen, sugiere que los bancos implicados en

8. La aproximación al Marco Fundacional del IRB es la fase preliminar antes de que un banco pueda moverse hacia el Marco Avanzado del IRB. Como tal, las autoridades supervisoras establecieron un número de datos clave a satisfacer durante las etapas primarias. Una vez que el banco haya demostrado su habilidad para manejarse adecuadamente bajo la alternativa del Marco Fundacional y haya establecido el vigor de las estimaciones requeridas para incursionar en el Marco Avanzado, podrá proseguir a este último.

9. Como fuente de información se le permite a un banco que use (i) sus propios datos internos, (ii) información de fuentes externas como agencias de evaluación de riesgo, o (iii) información agregada de la industria bancaria.

10. CP3, párrafo 425.

11. CP3, párrafo 434.

estos préstamos continúan evaluándolos de forma más generosa respecto de lo que los cálculos de capital económico indicarían, probablemente porque el juicio cualitativo que ellos aplican los conduce a medir los riesgos en forma más realista en esos países. En consecuencia, como el objetivo es elevar el capital regulatorio a niveles compatibles con el capital económico para *todos* los bancos más importantes, entonces los bancos que hoy valorizan los préstamos de manera más realista –y que, por tanto, son creadores de mercados, en el sentido de que determinan el precio de éstos– enfrentarán los requisitos del capital regulatorio como si fuese una limitante, y aumentarán los costos y/o disminuirán su oferta de préstamos a esos mercados.

Un resultado aceptado del proceso de Basilea es que los bancos que anteriormente no lo habían hecho, invertirán significativamente en sistemas cuantitativos compatibles con el cálculo de capital económico, lo cual probablemente incrementará las comisiones requeridas para persuadir a esos bancos a otorgar préstamos. De hecho, el Comité de Basilea ha asesorado a los bancos en la estimación de los datos requeridos para los cálculos del IRB cuando la calidad de la información es mala. El siguiente es un consejo típico:

Generalmente, las estimaciones de PDS, LGDS y EADS probablemente conduzcan a cometer errores impredecibles. Para evitar el optimismo exacerbado, los bancos deben considerar en sus cálculos un margen de conservadurismo que diga relación con el probable rango de errores. Cuando los métodos y la información sean menos satisfactorios y el margen probable de errores sea mayor, el margen de conservadurismo debe ser mayor<sup>12</sup>.

Una alternativa a esta vía es, por supuesto, que los bancos simplemente dejen de otorgar préstamos a los mercados en donde la calidad de la información sea insuficiente para que pueda operar el método IRB. Por tanto, un banco que actúa conforme a los parámetros de éste enfrenta dos opciones al momento de decidir si presta o no a los PED: (i) no hacerlo, lo que reduciría la oferta de préstamos; o (ii) adoptar una actitud conservadora al asignar a los prestatarios a bandas de PD, lo que incrementaría los costos, pues los bancos ‘supondrán lo peor’ respecto de la capacidad de pago de los PED. Más aún, estos factores probablemente afectarán negativamente los futuros préstamos. A los bancos que no están otorgando préstamos a los PED, y decidan adoptar el método IRB, les será, de hecho, imposible entrar a estos mercados en el futuro –por las limitaciones de información que hemos descrito.

### 3. SI NO SE JUSTIFICA, ENTONCES PARA QUÉ...

Cuando se examina el resultado de cualquier proceso importante, una manera de evaluar el grado de influencia que poseen los diferentes participantes es determinar

---

12. CP3, párrafo 413.

quién gana y quién pierde. Los ‘ganadores’ del proceso de Basilea II son claramente los bancos más sofisticados y las más grandes y mejor evaluadas corporaciones de los PD. Los primeros verán decrecer su nivel total de capital regulatorio a medida que se incorporen a la evaluación interna basada en el método IRB, especialmente si su cartera de préstamos tiene una gran proporción de prestatarios bien clasificados. Los segundos experimentarán una considerable mejora de los costos y términos de endeudamiento bancario, si el nivel del capital regulatorio con que los bancos deben contar para dichos préstamos cae bruscamente. Los ‘perdedores’ en el proceso son, evidentemente, los deudores soberanos, de empresas y de bancos, más mal clasificados. Dado que éstos pertenecen en forma abrumadora a PED, podemos concluir que el mundo en vías de desarrollo formará parte del grupo de perdedores del Acuerdo de Basilea.

Este resultado probable puede ser determinado por uno de dos factores: primero, como sostienen el Comité de Basilea y sus seguidores, podría ser el resultado no intencionado de una medición más acuciosa del riesgo; segundo, ser producto de la influencia excesiva de los sectores financieros y comerciales del mundo desarrollado. Dado que, como hemos sostenido, las propuestas –en varios aspectos fundamentales– no ofrecen una medición exacta de los riesgos (en particular no reflejan en absoluto los beneficios de la diversificación internacional de los préstamos a los PED), nos vemos forzados a considerar la segunda de estas alternativas. Sin embargo, ¿cómo pudieron los grandes sectores financieros y comerciales de los PD influir de esta manera en el Acuerdo? Sugerimos dos elementos que podrían orientar la búsqueda de una respuesta a esta interrogante.

#### **a) Gobernabilidad**

Los miembros del Comité Bancario de Basilea son de Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Luxemburgo, Holanda, España, Suecia, Suiza, el Reino Unido y Estados Unidos (básicamente el G10 más Suiza). Cada uno de estos países es representado por su banco central y por la autoridad responsable de la supervisión bancaria –cuando ésta no es el banco central. Esta composición refleja el ordenamiento político mundial de mediados del siglo XX. En contraste con otros Comités de Basilea, en los cuales existe al menos algún grado de representación de los países menos desarrollados, en el Comité Bancario no están representadas las economías emergentes y los PED. Así, el Comité de Basilea es uno de los órganos internacionales con menos representación de una gran parte del mundo: los países emergentes y en desarrollo.

Es cierto que el Comité Bancario de Basilea consulta con un grupo de trece países que no integran el G10 –incluyendo a Rusia y China–, los cuales se reúnen cada dos meses para revisar el avance del Acuerdo y opinar sobre el trabajo actual. Sin embargo, este grupo consultivo no tiene un claro mecanismo para influir en las decisiones del Comité. *Es útil ser consultado, pero mucho menos que tener un asiento en la mesa de las decisiones.* En efecto, cuando en junio de 2004 el Comité de Basilea

aprobó el nuevo Acuerdo de Basilea II, fue una decisión exclusivamente del G-10. No hubo aprobación, ni siquiera insumos, de parte de los países en desarrollo respecto a cómo se aplicará Basilea II a los bancos de los países desarrollados, en lo que respecta a sus préstamos a las naciones en desarrollo. Estos países tienen algún espacio para elegir cómo implementarlo en forma local (pero éste no es el tema de este trabajo); sin embargo, los reguladores de los países prestamistas tendrán un gran poder para regular los préstamos a través de sucursales y subsidiarias de los bancos internacionales que operan en las regiones en desarrollo.

De hecho, Basilea II parece ser el resultado del exceso de influencia de las grandes instituciones financieras domiciliadas en los países representados en el Comité. El nuevo Acuerdo es en beneficio de ellos y en desmedro de los prestatarios de los mercados emergentes y de los PED. Probablemente, ello reducirá y encarecerá los préstamos a las economías en desarrollo y los hará más volátiles<sup>13</sup>. ¿A través de qué mecanismos las grandes instituciones financieras de los PD ejercieron su influencia en el nuevo Acuerdo? ¿Cómo el Comité de Basilea ha salvaguardado los intereses de las mismas instituciones que se supone ellos están regulando?

#### **b) Influencia de los regulados sobre los reguladores; la economía política de Basilea**

Una de las tareas más difíciles que deben enfrentar los reguladores de cualquier industria es evitar la influencia, contra el interés público, de la parte regulada. Mientras más dura sea la regulación y menor el número de participantes en una industria, mayores serán los incentivos para que las empresas intenten influir sobre el regulador. La banca es fuertemente regulada y los sistemas bancarios son invariablemente dominados por un pequeño número de actores. Apenas doce bancos dominan las actividades bancarias internacionales en todo el mundo.

Los reguladores son inteligentes y trabajan arduamente. Sin embargo, generalmente no son tan expertos en el manejo bancario como los banqueros, quienes tienen, además, los recursos y el incentivo para pagar estudios que informen mejor sobre su posición. Los costos reguladores fomentan un *lobby* contra la regulación; la parte reguladora es persuadida frecuentemente por la posición de los banqueros—debido a una experiencia e información mayores—. Ésta es la forma más perfecta y menos visible de influir: una captura de las mentes.

La principal forma de constatar la influencia sobre las mentes es alejarse de los detalles y observar el desfase entre los puntos de regulación y los puntos de falla del mercado que la regulación debería abordar. Idealmente, estos puntos deben coinci-

---

13. Para un primer análisis sobre las corrientes de capital y sus bruscas contracciones en los mercados emergentes véase Ffrench-Davis y Griffith-Jones (1995).

dir, y mientras mayor sea el descalce entre ellos, más probable será que los reguladores y la regulación hayan estado sometidos a influencias excesivas.

Para identificar las fallas del mercado que necesitan ser consignadas por los reguladores de la banca internacional, existen tres características de los bancos que es necesario conocer.

### *i. Riesgos sistémicos, disciplina y grandes bancos*

Tal como se ha discutido a fondo en la literatura financiera, los bancos generan riesgos sistémicos, entre los cuales destacan: (i) apalancamiento, prestan varias veces su capital; (ii) su negocio es desfasar la duración y los riesgos del crédito, piden prestado dinero en efectivo a corto plazo para ofrecérselo a particulares y a compañías, generalmente a más largo plazo (así, juegan un papel clave en el financiamiento y en el apoyo de la actividad económica); y (iii) están en el centro del sistema de pagos; sus préstamos son usados a menudo como colaterales para otros préstamos, de modo que si un banco grande retira prematuramente su préstamo, podría colapsar la pirámide de naipes. Mientras más grande sea el banco, mayores serán los riesgos sistémicos.

Una de las consecuencias de las implicaciones sistémicas de la caída de un banco grande es que hay una pérdida en la disciplina interna, pues los bancos asumen que resultan demasiado grandes como para que se les deje quebrar (riesgo moral). Por tanto, los grandes bancos son típicamente rescatados –si su solvencia es amenazada, mientras que los bancos más pequeños no lo son (por ejemplo, Barings, en el Reino Unido, en 1995), pues su riesgo sistémico es considerado mínimo.

### *ii. Conocimiento nacional*

Un aspecto clave de la actividad bancaria es que ésta forma parte de la industria de la información. Una de las consecuencias más notorias del colapso de los costos de información en el conjunto de la sociedad ha sido la desaparición de las sucursales locales: ya no es rentable conseguir información en reuniones cara a cara cuando la banca digital permite que cada dólar o libra que se gaste o ahorre puede ser monitoreado diariamente y ser analizado a través de un programa de computación que busque patrones de comportamiento.

Hemos discutido previamente el problema de la creciente ‘división de información’ entre los PD y PED. No obstante, la propuesta cada vez más cuantificada y despersonalizada de los bancos en los PD, no puede ser adoptada en los negocios de un banco internacionalmente activo con los PED. Simplemente, los datos no están todavía disponibles. En Estados Unidos y en Europa, reunir esta información requirió años de arduo trabajo. Los parámetros de los modelos en los cuales se alimentan los datos también han sido probados, reexaminados y depurados durante un largo período de tiempo. Sin embargo, ésta no es la única alternativa para medir el riesgo:



el conocimiento local es esencial. En realidad, los ahora comunes sistemas altamente cuantitativos de los mayores bancos nunca podrían haber sido construidos sin este conocimiento nacional de sus propios mercados<sup>14</sup>.

### *iii. Incertidumbre, actitud de rebaño y comportamiento procíclico*

Los bancos muestran un comportamiento de manada –reunirse en rebaño es una típica respuesta a la incertidumbre<sup>15</sup>. La mayoría de los bancos puede ser caracterizada como pensando que otros saben algo que ellos no, y entonces la mejor política es seguirlos. Ello también es una respuesta a los peligros institucionales de estar equivocado y solo. Si uno está equivocado pero en compañía de otros, es menos probable ser elegido para ser castigado por los mercados o los tribunales, y si tanto uno como el grupo están tan rotundamente equivocados como para poner en peligro la estabilidad del sistema financiero, aún existe la posibilidad de un rescate financiero por las autoridades fiscales o monetarias.

El efecto rebaño y la incertidumbre conducen a un otorgamiento de préstamos procíclico. La recuperación de la economía, el incremento de los precios de los activos y la aparente caída de los riesgos, pueden ser sólo señales típicas de un ciclo que prontamente se revertirá, o pueden ser el resultado de una cierta reforma o cambio tecnológico permanente. La opinión está uniformemente dividida; pero los riesgos no.

Si un banco extiende más crédito a un nuevo sector, región o país, esto parece ser osado y moderno. Si la decisión resulta ser un error, está en respetable compañía. Si, en cambio, apoya una estrecha visión cíclica del mundo, resistiendo a la nueva tendencia, parecerá vacilante y anticuado. Si se apega a esta perspectiva y resulta ser un error, estará equivocado y solo; vulnerable a ser castigado por los mercados financieros.

Estas asimetrías en el riesgo total significan que en el ciclo ascendente el grupo de banqueros está predispuesto a respaldar al nuevo sector o al nuevo país. De hecho, el mercado comienza a castigar a aquellos bancos que no se deciden a participar, forzando incluso al más renuente a prestar también. La intrepidez es virtud. Sin embargo, en algún punto, el sector o país es sofocado por el exceso de préstamos, y ahí puede haber un desplome. En el derrumbe, el optimismo inicial pasa a ser considerado como irresponsable; las pérdidas asociadas al “boom” quedan al desnudo en la estampida<sup>16</sup>. La prudencia es la nueva virtud; el mercado premia a los bancos que dejan pasar las oportunidades, si los riesgos son inciertos.

14. El Banco Grameen de Bangladesh ilustra bien este punto, y un aspecto adicional. Su éxito subraya una interesante distinción entre la sofisticación y la eficacia de la gerencia de riesgo del crédito. Grameen presta pequeños montos de dinero en efectivo a mujeres contratadas en la pequeña industria o a pequeños negocios agrícolas. Las mujeres pobres no tenían un historial de crédito –anteriormente, los banqueros no les prestaban dinero– ni ningún colateral, y, sin embargo, la administración de riesgo de crédito del Banco Grameen ha sido altamente exitosa. Conocer a los clientes es clave para la banca eficiente; cómo se haga, es menos relevante.

15. Para más documentación sobre rebaños, ver Shiller (2000).

16. Ver Galbraith (reimpreso en 1997).

Hemos identificado tres aspectos de la actividad bancaria que necesitan ser tratados por la regulación: primero, mientras más grande el banco, mayor será el riesgo sistémico; segundo, la buena banca prefiere utilizar información superior –quizás interna– sobre los riesgos; y tercero, la evaluación del riesgo bancario es intrínsecamente procíclica. Esto sugiere que la buena regulación de la banca debería:

- i) Establecer costos adicionales en la regulación y una inspección rigurosa a la banca grande y sistémicamente más importante.
- ii) Fortalecer a los bancos con información local superior.
- iii) Usar, por ejemplo, medidas de riesgo inherentes, que no persigan a los auges y a los colapsos, y que enfatizen la diversificación y la distribución de los riesgos.

Basilea II hace casi exactamente lo contrario. El Acuerdo es complejo en vez de simple. Hay también un menor requisito de capital regulatorio (un subsidio implícito) para aquellos bancos evaluados con riesgos internos cuantitativos, sin prestar mucha atención a si esta valoración funciona o no. Nunca podremos estar seguros de si el Comité de Basilea ha sido excesivamente influido o no por los grandes bancos (a los cuales se supone que debe regular). Lo que sí preocupa es que la regulación no apunte a las fallas del mercado, y que termine beneficiando a quienes más debió presionar. Igualmente, o más seriamente, la nueva regulación puede impropia e injustamente dañar a los PED –los más débiles de la economía mundial.

Las implicaciones de este resultado son significativas y dañinas para la estabilidad financiera. El sólo uso de modelos –modelos más o menos sofisticados– no mantiene a los bancos alejados de los malos préstamos. Más aún, los procesos internos *comunes* entre las instituciones financieras conducen a la *inestabilidad financiera*. Las principales consecuencias de la valoración de riesgo interna y cuantitativa son diarias: límites de riesgo sensibles a precios que exigen a un banco reducir su exposición cuando la probabilidad estimada de pérdidas aumenta como resultado del menor precio, de la mayor volatilidad o de la correlación de precios de los activos. Cuando un grupo de bancos usa estos sistemas, todos parecen estar en mejores condiciones. Pero si todos los usan –y todo el rebaño se ha reunido bajo posiciones similares–, luego, cuando el declive de un precio empuja a un banco hasta su límite de riesgo, los otros bancos sufrirán el mismo efecto. Mientras más bancos intentan vender el mismo activo al mismo tiempo, los precios caen verticalmente y la volatilidad y la correlación se elevan, provocando que otros bancos también alcancen sus límites de riesgos (*ver* Persaud, 2003). Si se desarrollan nuevos modelos –por ejemplo, modelos de riesgo crediticio total, que toman en cuenta los beneficios de la diversificación hacia el mundo en desarrollo–, es probable que la prociclicidad no aumente demasiado. Infortunadamente, la actual formulación de Basilea II desalienta la introducción de mejores modelos disponibles, o incluso el mejoramiento de los ya existentes.

Mientras los participantes del mercado siguen al rebaño –lo que han estado haciendo desde que los mercados existen–, la expansión de los sistemas de riesgo

sofisticados, basados en la evolución diaria de los precios de mercado, puede difundir la inestabilidad financiera y ciertamente promoverá la tendencia procíclica. Basilea II agrava cada una de las fallas del mercado, en vez de corregirlas.

Otra medida de la eficiencia de un sistema es lo bien que éste sirve a sus miembros más vulnerables. Si Basilea II hace al flujo de crédito más inestable y procíclico en todos los países, tendrá un impacto negativo mayor en los PED, cuyas frágiles economías y sistemas bancarios son más vulnerables a las fuertes fluctuaciones cíclicas del préstamo bancario. Segundo, como se demostró previamente, las propuestas de Basilea II probablemente aumenten de manera inapropiada el costo –reduciendo la oferta de los préstamos bancarios a los PED.

Ha habido además preocupación de que los supuestos recomendados para calcular la probabilidad de no-pago aumentarán excesivamente el costo regulatorio de los préstamos a las PYMES. Este tema ha sido una inquietud especial para los políticos y banqueros de Alemania, donde el otorgamiento de préstamos a las PYMES juega un papel importante en el sector y en el conjunto de la economía. En respuesta a estas preocupaciones y a intensas presiones, la propuesta del Acuerdo fue corregida para, en el caso de los préstamos a los prestatarios con menos de 50 millones de euros en ventas anuales, los requisitos de capital se redujeran en cerca de un 10%. Se arguyó que esto era consistente con el principio de los requisitos de capital de alto riesgo, porque la probabilidad de no-pago era menos correlacionada entre las PYMES que entre las grandes empresas. Un banco con una cartera de préstamo bien diversificada a través de una gran cantidad de PYMES enfrentará un menor riesgo global en su cartera que uno centrado en algunos prestatarios de mayor tamaño. El resultado del trabajo empírico discutido en la sección 2 justifica claramente una modificación similar con respecto a la diversificación internacional. Para alinear exactamente el capital regulatorio con los riesgos actuales que un banco puede enfrentar, el Acuerdo deberá considerar este efecto a nivel de la cartera. Dados los cambios ya hechos a las propuestas con respecto a las compañías y préstamos a las PYMES, así como el hecho de que los cambios que proponemos parecieran tener al menos una base empírica igualmente sólida, no hay razones teóricas –empíricas ni prácticas– del por qué tales cambios no deberían realizarse para incorporar los beneficios de la diversificación internacional. Por supuesto, una diferencia clave es que las PYMES alemanas tuvieron un representante en el Comité de Basilea y los prestatarios de los PED, no.

#### 4. CONCLUSIÓN Y PROPUESTAS DE POLÍTICAS

Parece no ser ninguna coincidencia que aquellos que sufrirán las consecuencias más negativas del nuevo Acuerdo de Basilea– los países en desarrollo– no están representados en el Comité. Tampoco es ninguna sorpresa que el grupo que parece haber influido excesivamente al Comité de Basilea sean las instituciones financieras más poderosas domiciliadas en los países representados. Nuestras cuatro propuestas de políticas están diseñadas para abordar este problema y los identificados anteriormente.

### a) **Gobernabilidad**

Dado que el Acuerdo de Capital de Basilea es una norma global, que probablemente tendrá un gran impacto sobre las economías emergentes, y que éstas son clave para la economía mundial, la composición del Comité debe ser cambiada, de modo que refleje el PIB global. Para incluir a las diez economías más grandes del mundo, habría que incorporar a China, India, Brasil, México o Rusia. Estos países son esenciales dentro la economía global. Esta nueva composición tendría como respaldo una poderosa lógica económica y contrarrestaría la influencia de los grandes bancos internacionales establecidos en los PD.

Alternativamente, los actuales miembros podrían mantenerse, y además ingresar India, China y Brasil. Adicionalmente, uno o dos representantes de las regiones emergentes (Asia, América Latina y África) podrían ser incorporados por un período de cuatro años. Luego, un mecanismo de rotación permitiría que todos los PED estuvieran representados. El principio sería similar al vigente para los directorios ejecutivos del FMI y del Banco Mundial. Particularmente, pero no únicamente, si se adopta la última fórmula, los representantes de los PED podrían ser apoyados por un pequeño secretariado técnico permanente, que aportaría su experiencia y continuidad. De hecho, la ausencia de un secretariado técnico es, actualmente, una brecha institucional importante.

Sugerimos que el Comité comience a reunirse con un grupo representativo de países emergentes (su propio grupo consultivo o miembros del G-24, el cual representa a los PED ante el FMI), para establecer un proceso por medio del cual éstos puedan transformarse en miembros plenos del Comité de Bancos de Basilea. Esto es urgente; la legitimidad del Comité depende de que su composición sea modificada. Los defectos de controlar la economía mundial del siglo XXI usando el orden mundial de mediados del siglo XX son cada vez mayores. Con una representación apropiada de la economía mundial, el Comité de Basilea no sólo sería más justo, sino que se constituiría en un factor de estabilidad para el sistema financiero, y tendría así efectos positivos sobre el bienestar de todos.

### b) **Diversificación**

La propuesta de Basilea II no considera explícitamente los beneficios de la diversificación internacional de los préstamos a los PED. De no ser corregido este aspecto, los requisitos de capital regulado no reflejarán con precisión los riesgos, y penalizarán injusta e inapropiadamente a los PED. Por tanto, parece importante que en la revisión final del Acuerdo, el Comité de Basilea incorpore los beneficios de la diversificación internacional, incluyendo el mundo en desarrollo. En una modificación adoptada respecto a las PYMES, el Comité ya ha reconocido el impacto de la correlación de activos diferenciados sobre el nivel apropiado de requisitos de capital. Nuestros resultados empíricos sugieren claramente que una modificación similar se justifica con respecto al otorgamiento de préstamos diversificados internacionalmente –nuestra evidencia es, al menos, tan fuerte como la que se usó para apoyar la modificación en relación con las PYMES.

Reconocemos el hecho de que los préstamos a las PYMES poseen 'características especiales' que justificaron tal modificación. Sin embargo, los préstamos a las economías emergentes y en vías de desarrollo tienen características similares. López (2002) señala que las grandes firmas son más sensibles a los riesgos sistémicos que las PYMES: el mayor peso dado por estas últimas a los factores idiosincráticos justifica, por tanto, la modificación. Sin embargo, si se define 'el riesgo sistémico', en un sentido global, como aquél asociado a los ciclos económicos globales, entonces el hecho de que las economías emergentes y en vías de desarrollo están menos correlacionadas con los ciclos de los países industrializados —como nuestros resultados sugieren claramente—, demuestra que son también menos vulnerables al riesgo sistémico. Consecuentemente, si se justificó una modificación con respecto al otorgamiento de préstamos a las PYMES, resulta difícil entender que ninguna modificación se justifique en el caso de las economías en vías de desarrollo y emergentes.

Nuestros resultados muestran que las pérdidas inesperadas para una cartera concentrada en prestatarios de los PD son, en promedio, alrededor de un 23% mayores que las de una cartera diversificada entre deudores de PD y de PED. Sugerimos incorporar un factor de ajuste, el cual sería aplicado a nivel de la cartera, y podría variar directamente con el nivel de diversificación: nuestros resultados empíricos sugieren que un banco altamente diversificado calificaría para una reducción de aproximadamente un 23% del capital requerido, la cual declinaría a medida que el nivel de diversificación cae, alcanzando a cero en un banco no-diversificado. Introducir tal modificación debería generar relativamente pocas complicaciones, no agregaría complejidad al Acuerdo, y aseguraría una medida de riesgo más precisa. Alternativamente, la modificación podría ser integrada al Pilar 1 del Acuerdo, mediante el desarrollo de una curva separada para los PED. Esta sería similar a la modificación producida para las PYMES, y se calibraría de modo que produzca una reducción similarmente creciente en el capital según el factor de ajuste descrito.

Junto con reducir el capital requerido por los préstamos a prestatarios en los PED, en el contexto de una cartera diversificada internacionalmente, un factor de ajuste proporcionaría también un incentivo para que los bancos aumenten o mantengan sus niveles de diversificación internacional, en respuesta a una medición correcta del riesgo.

Una propuesta simple y práctica para incorporar los beneficios de la diversificación internacional es introducir un coeficiente corrector a Basilea II (que aumentaría a medida que la diversificación crece), de tal modo que el capital regulado se definiría sobre la base del modelo de un factor único actualmente propuesto por Basilea II, multiplicado por este coeficiente.

Capital ajustado por diversificación = Capital definido por el modelo de un factor de Basilea II  $\times$  coeficiente corrector

De este modo, un banco diversificado internacionalmente multiplicaría su capital regulatorio total por un coeficiente para corregir la diversificación internacional. Este coeficiente corrector ha sido calculado con información real por el banco español BBVA (2004); éste mide el error que se produce cuando se usa el modelo de un factor –como aquel que sería utilizado por Basilea II– cuando en la realidad existen dos factores que afectan la diversificación de la cartera (áreas geográficas, economías emergentes *vs.* economías desarrolladas). El factor corrector se calcularía como la proporción entre el capital calculado con el modelo de dos factores y el capital obtenido con el factor único; tal como se puede observar en BBVA (2004) y Griffith-Jones, Segoviano y Spratt (2004), el factor corrector aumenta a medida que la diversificación crece.

La adopción de tal factor corrector podría: (i) producir una medida más precisa de riesgo que otras propuestas actuales; y (ii) prevenir la actual sobreestimación de riesgo de Basilea II para prestatarios internacionales, en especial los orientados al mundo en desarrollo.

**c) Superar la división de información permitiendo una larga transición a través de métodos estandarizados**

El Comité de Basilea ha reconocido el problema de la calidad de información diferenciada. Aunque declaró, inicialmente, que: “una vez que el banco adopta la fórmula del IRB para una parte de sus tenencias de cartera, se espera que la extienda a todo el grupo bancario”, argumentó luego que: “Una vez en el IRB, las limitaciones de información pueden significar que los bancos pueden cumplir con los estándares para utilizar al mismo tiempo sus propias estimaciones de LGD y EAD en algunas de sus unidades de activos según clases de negocios”<sup>17</sup>.

Como resultado, el Comité de Basilea afirma que: “los supervisores pueden permitir a los bancos adoptar un escalonamiento en etapas de la aproximación al IRB por parte del grupo bancario”. Sin embargo, este escalonamiento debe ser de una duración limitada: “un banco debe producir un plan de implementación especificando hasta qué punto y cuándo piensa introducir nuestra propuesta IRB por clases de activos y unidades de negocios relevantes. El plan debe ser exigente, pero realista, y ser acordado con el supervisor”<sup>18</sup>.

Es esencial que se dé a los bancos tiempo para acumular información de suficiente calidad y duración en los diferentes mercados. Es decir, un banco debiera ser libre de emplear la fórmula estandarizada en sus préstamos a aquellos PED en donde las limitaciones de información tornan inviable la adopción del método IRB. Además,

17. CP3, párrafo 225.

18. CP3, párrafo 227

ningún límite arbitrario debe imponerse a la duración de este período. Preferiblemente, el esquema IRB no debería ser adoptado en los préstamos a los PED, hasta que pueda demostrarse que la información que utiliza es comprensible y de calidad suficiente. Este período de transición podría también proveer un espacio para desarrollar modelos de riesgo crediticio más sofisticados, los cuales luego podrían hacer un uso eficaz de la mejor información disponible en los PED. Además, estos modelos incorporarían explícitamente los beneficios de la diversificación internacional.

Estas modificaciones permitirían reducir los problemas derivados de la división de la información. Las propuestas del Comité, en cambio, profundizan estos problemas.

#### **d) Manejo de la tendencia procíclica**

La adopción en el Pilar 2 de una curva de riesgo considerablemente más plana por parte de los bancos, podría ayudar a disminuir los impactos potenciales de Basilea II de aumentar la prociclicidad sobre los préstamos bancarios<sup>19</sup>; efectos similares tendría el estímulo por parte de los reguladores a llevar a cabo pruebas de estrés. No obstante, no queda claro si estas medidas serán suficientes, especialmente porque las medidas contempladas en el Pilar 2 son voluntarias y variarán de país en país, dependiendo del regulador nacional. Sin embargo, las medidas que aumentarán la prociclicidad están contempladas en el Pilar 1 y, por tanto, son obligatorias para todos los bancos.

De esta manera, convendría introducir medidas contracíclicas obligatorias, tales como provisiones que miran hacia el futuro, antes o al mismo tiempo de que Basilea II sea implementado; una medida complementaria sería hacer obligatorias las pruebas de estrés, con parámetros especificados conjuntamente entre el regulador y los bancos.

Finalmente, la consideración formal de los beneficios de la diversificación internacional traería aparejada, como beneficio adicional, la disminución de la prociclicidad en los requisitos de capital, lo que implicaría tanto (i) incentivos para una mayor estabilidad en los préstamos bancarios y, por lo mismo, alguna moderación de los ciclos económicos en los países en desarrollo, como (ii) la reducción de la probabilidad de crisis y la concesión de mayor estabilidad a los bancos mismos. Claramente, esto último es un objetivo económico clave, y uno absolutamente esencial para los reguladores del G-10.

---

19. El Nuevo Acuerdo comprende tres pilares: el Pilar 1 se ocupa de los requerimientos mínimos de capital; el Pilar 2 enfoca la eficaz supervisión de la idoneidad del capital; el Pilar 3 se relaciona con la presentación pública de la información y está diseñado para fomentar la disciplina del mercado.

## ANEXO 1. INFORMACIÓN Y FUENTES

Países analizados:

*Países en vías de desarrollo:* Argentina, Brasil, Bulgaria, Corea, Chile, Ecuador, Filipinas, Indonesia, Malasia, México, Nigeria, Panamá, Perú, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Venezuela.

*Países desarrollados:* Alemania, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Reino Unido.

*Otros:* Finlandia, Grecia, Irlanda, Portugal, Singapur.

**Cuadro A.1**  
VARIABLES ANALIZADAS

Agrupación	Código	Descripción	Período de tiempo	Frecuencia	Fuente
Sector financiero	ROA	Rentabilidad de activos (bancos)	1988-2001	Anual	The Banker
Sector financiero	ROC	Rentabilidad de capital Tramo 1 (bancos)	1988-2001	Anual	The Banker
Sector financiero	Sindicados	Márgenes de préstamos sindicados	1993-2002	Mensual	BIS
Bonos	GBI <sup>1/</sup>	Índice Global de Bonos	1987-2002	Diaria	JP Morgan/Reuters
Bonos	EMBI <sup>2/</sup>	Índice de Bonos Emergentes	1987-2002	Diaria	JP Morgan/Reuters
Bonos	EMBI+ <sup>3/</sup>	Índice de Bonos de Mercados Emergentes Plus	1987-2002	Diaria	JP Morgan/Reuters
Acciones	IFC G <sup>4/</sup>	S&P Corporación de Finanzas Internacional (Global)	1990-2002	Diaria	IFC/S&P
Acciones	IFC I <sup>5/</sup>	S&P Corporación de Finanzas Internacional (Invertible)	1990-2002	Diaria	IFC/S&P
Acciones	COMP	Países desarrollados listados arriba: índices bursátiles compuestos	1990-2002	Diaria	Reuters
Macro	PIB	Tasa de crecimiento del PIB	1985-2000	Semestral	FMI, Banco Mundial (cálculos del propio autor)
Macro	PIB HP	PIB desagregado, según Hodrick-Prescott	1950-98	Anual	Datos nacionales (cálculos del propio autor)
Macro	STIR	Tasa de interés nominal de corto plazo	1985-2000	Semestral	Datos nacionales (BIS) o FMI, IFS
Macro	STIRR	Tasa de interés real de corto plazo	1985-2000	Semestral	Datos nacionales (BIS) o FMI, IFS

1/ El GBI consiste en bonos nacionales de gobiernos regularmente comercializados y de tasa fija. Los países cubiertos poseen mercados gubernamentales de deuda líquida, los que son de libre acceso para los inversionistas extranjeros. El GBI excluye: las notas de tasas flotantes, bonos con menos de un año de maduración, bonos orientados a los mercados nacionales por razones de impuestos y bonos exigibles (con opción de venta) o convertibles.

2/ Incluidos en el EMBI están los denominados bonos Brady en dólar estadounidense, eurobonos, los préstamos comerciales e instrumentos de deuda local de mercado emitidos por entidades soberanas y cuasi soberanas.

3/ El EMBI+ es una extensión del EMBI. El índice cubre deudas de mercados emergentes en monedas extranjeras.

4/ IFC G (Global) es un índice de valores de mercados emergentes producido en conjunto con S&P. El índice no considera las restricciones a la propiedad extranjera que limitan la accesibilidad a ciertos mercados y acciones individuales.

5/ El IFC I (Invertible) es ajustado para reflejar las restricciones a inversiones extranjeras en mercados emergentes. Por tanto, presenta un cuadro más preciso del universo actual disponible para los inversionistas.



ANEXO 2. CORRELACIONES EN TRES PERÍODOS DE CRISIS: DESARROLLADOS/  
DESARROLLADOS Y DESARROLLADOS/EN DESARROLLO

**Cuadro A.2.1**  
MÁRGENES DE PRÉSTAMOS SINDICADOS DURANTE LOS PERÍODOS DE CRISIS

Fila	Sindicados	Series de tiempo totales	1994-4 a 1999-1	1994-4 a 1995-4	1997-3 a 1998-4
1	Correlación media Desarr./en desarr.	0,141	0,129	0,087	0,229
2	Correlación media Desarr./desarr.	0,375	0,135	0,143	0,479
3	Razón entre correlaciones medias	0,376	0,954	0,609	0,477

Fuente: Cálculos de los autores.

**Cuadro A.2.2**  
ÍNDICE GLOBAL DE BONOS – ÍNDICE DE BONOS DE MERCADOS  
EMERGENTES EN LOS PERÍODOS DE CRISIS

Fila	GBI-EMBI+	Series de tiempo totales	1994-4 a 1999-1	1994-4 a 1995-4
1	Correlación media Desarr./en desarr.	0,532	0,397	0,698
2	Correlación media Desarr./desarr.	0,783	0,571	0,823
3	Razón entre correlaciones medias	0,679	0,694	0,849

Fuente: Cálculos de los autores.

**Cuadro A.2.3**  
PIB DURANTE LOS PERÍODOS DE CRISIS

Fila	PIB-HP	Series de tiempo totales	1994-4 a 1999-1
1	Correlación media Desarr./en desarr.	0,020	0,114
2	Correlación media Desarr./desarr.	0,351	0,409
3	Razón entre correlaciones medias	0,056	0,279

Fuente: Cálculos de los autores.

Los cuadros A.2.1. a A.2.3. demuestran que para cada una de las variables analizadas, la correlación media entre países ‘desarrollados’ y ‘en desarrollo’ es menor que la correlación media entre países ‘desarrollados’ y ‘desarrollados’. Por último, la razón entre la correlación media de los países ‘desarrollados’ y los ‘en vías de desarrollo’, dividida por la correlación media entre los países ‘desarrollados’ solamente, aumenta durante los períodos de crisis. Esto implica que los beneficios de la diversificación son de hecho aminorados en estas situaciones críticas. Sin embargo, estos todavía subsisten. Esto se constata por el hecho de que el índice siempre es inferior a 1.

## REFERENCIAS

- BBVA (2004), "A practical proposal for improving diversification treatment in Basel II", mimeo sobre *Metodología de Riesgo*, Madrid, enero.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2003), "Third Consultative Package" (CP3), Basilea.
- Ffrench-Davis, R. y S. Griffith-Jones (2003), eds., *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability from Emerging Economies*, Palgrave MacMillan, Londres.
- \_\_\_\_\_ (1995), eds., *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina: fuentes, efectos y políticas*, Serie Lecturas N° 81, *El Trimestre Económico*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Galbraith, J.K. (reimpreso en 1997), *The Great Crash 1929*, Mariner Books.
- Garside, T. y C. Pederson (2003), *The New Rules of the Game: Implications of the New Basel Capital Accord for the European Banking Industries*, Mercer Oliver Wyman, Londres.
- Griffith-Jones, S., M. Segoviano y S. Spratt (2004), "CAD3 and developing countries: The potential impact of diversification effects on international lending patterns and pro-cyclicality", Instituto de Estudios del Desarrollo (IDS), en [www.ids.ac.uk/intfinance/](http://www.ids.ac.uk/intfinance/).
- \_\_\_\_\_ (2003), "Basel II and developing countries: Diversification and portfolio effects", Instituto de Estudios del Desarrollo (IDS), en [www.ids.ac.uk/intfinance/](http://www.ids.ac.uk/intfinance/).
- Griffith-Jones, S. y O. Sunkel (1989), *Debt and Development Crises in Latin America: The End of an Illusion*, Oxford University Press, Londres.
- Hayes, S., V. Saporta y D. Lodge (2002), "The impact of the New Basel Accord on the supply of capital to emerging market economies", *Financial Stability Review*, No. 13, El Banco de Inglaterra, diciembre.
- López, J. A. (2002), "The empirical relationship between average asset correlation, firm probability of default and asset size", presentado al BIS Workshop "Basle II: An Economic Assessment", mayo.
- Persaud, A. (2003), "Liquidity black holes: And why modern financial regulation in developed countries is making short-term capital flows to developing countries even more volatile", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2003).
- Powell, A. (2002), *A Capital Accord for Emerging Economies?*, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires.
- Shiller, R.J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton.
- Singh, A. (1997), "The stock market, the financing of corporate growth and Indian industrial development," *Journal of International Finance*.
- Weder, B. y M. Wedow (2002), "Will Basel II affect international capital flows to emerging markets?", *Technical Paper No. 199*, OECD Development Centre.