

**REVISTA**

*de la*

**C E P A L**

**NUMERO 53**

**AGOSTO 1994**

**SANTIAGO DE CHILE**

**ANIBAL PINTO**

*Director*

**EUGENIO LAHERA**

*Secretario Técnico*



**NACIONES UNIDAS**

La Secretaría de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe prepara la REVISTA DE LA CEPAL. Las opiniones expresadas en los artículos firmados son las de los autores y no reflejan necesariamente los puntos de vista de la organización. Las denominaciones empleadas y la forma en que aparecen presentados los datos no implican, de parte de la Secretaría, juicio alguno sobre la condición jurídica de países, territorios, ciudades o zonas, o de sus autoridades, ni respecto de la delimitación de sus fronteras o límites.

#### Notas explicativas

*En los cuadros de la presente publicación se han empleado los siguientes signos*

...	Tres puntos indican que los datos faltan o no constan por separado.
—	La raya indica que la cantidad es nula o despreciable.
	Un espacio en blanco en un cuadro indica que el concepto de que se trata no es aplicable.
-	Un signo menos indica déficit o disminución, salvo que se especifique otra cosa.
.	El punto se usa para separar los decimales.
/	La raya inclinada indica un año agrícola o fiscal, p. ej., 1970/1971.
-	El guión puesto entre cifras que expresan años, p. ej., 1971-1973, indica que se trata de todo el período considerado, ambos años inclusive.

Salvo indicación contraria, la palabra "toneladas" se refiere a toneladas métricas, y la palabra "dólares", a dólares de los Estados Unidos. Las tasas anuales de crecimiento o variación corresponden a tasas anuales compuestas. Debido a que a veces se redondean las cifras, los datos parciales y los porcentajes presentados en los cuadros no siempre suman el total correspondiente.

LC/G. 1832-P
Agosto 1994

<b>Publicación de las Naciones Unidas</b>
ISSN 0251 – 0257
ISBN 92-1-321400-6

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, NY 10017, EE.UU. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

## SUMARIO

<b>América Latina y el Caribe frente a la economía mundial</b>	<b>7</b>
<i>Gert Rosenthal</i>	
<b>Afluencia de capitales externos y políticas macroeconómicas</b>	<b>13</b>
<i>Andras Uthoff y Daniel Titelman</i>	
<b>Represión financiera y patrón de financiamiento latinoamericano</b>	<b>31</b>
<i>Marcos Antonio Macedo Cintra</i>	
<b>Políticas de competitividad</b>	<b>49</b>
<i>Wilson Peres</i>	
<b>Política industrial y fomento de la competitividad</b>	<b>59</b>
<i>Oswaldo Rosales</i>	
<b>El regionalismo abierto y la integración económica</b>	<b>81</b>
<i>Juan A. Fuentes K.</i>	
<b>Transformaciones del trabajo femenino urbano</b>	<b>91</b>
<i>Irma Arriagada</i>	
<b>La gestión del agua y las cuencas en América Latina</b>	<b>111</b>
<i>Axel Dourojeanni</i>	
<b>Políticas públicas y competitividad de las exportaciones agrícolas</b>	<b>129</b>
<i>Milton von Hesse</i>	
<b>Agroindustria y transformación productiva de la pequeña agricultura</b>	<b>147</b>
<i>Alejandro Schejtman</i>	
<b>Grupos privados nacionales en México, 1988-1993</b>	<b>159</b>
<i>Celso Garrido</i>	
<b>Evolución y perspectivas de la reforma y la apertura en China</b>	<b>177</b>
<i>Li Cong</i>	
<b>Orientaciones para los colaboradores de la Revista de la CEPAL</b>	<b>185</b>
<b>Publicaciones recientes de la CEPAL</b>	<b>186</b>

# Afluencia de capitales *externos y políticas* macroeconómicas

**Daniel Titelman**  
**Andras Uthoff**

*Oficial de Asuntos  
Económicos, Secretaría  
Ejecutiva de la CEPAL.*

*Asesor Regional en  
Políticas Monetarias y  
Financieras, CEPAL.*

En los últimos años algunos países de la región han accedido a los mercados de capital internacionales, pasando abruptamente de una situación de relativa escasez a una de abundancia de recursos externos. Esta situación ha provocado importantes presiones sobre ciertas variables claves de sus economías, en particular el tipo de cambio real y la tasa de interés. En artículos anteriores de la Revista de la CEPAL se han examinado los efectos de la apertura de la cuenta de capitales sobre las políticas monetaria, cambiaria y de estabilización. En este artículo se examina el dilema que enfrentan las autoridades económicas al tratar de lograr simultáneamente entradas permanentes de capitales, estabilidad de los agregados económicos, un tipo de cambio competitivo y el fortalecimiento del proceso de ahorro-inversión. Al respecto se analizan las experiencias de Argentina, Colombia, Chile y México, distinguiendo sus perfiles de política económica de conformidad con tres alternativas de intervención: en el mercado de divisas, en el mercado monetario y en el mercado de capitales. Se argumenta que dado el grado de volatilidad e incertidumbre de los flujos de capital externos, los instrumentos de política en esas áreas deben estar orientados a evitar que, en respuesta a fuerzas de corto plazo, los precios claves se desvíen de sus tendencias de mediano y largo plazo.

## I

## Introducción

En los años ochenta las políticas económicas de la mayoría de los países de América Latina y el Caribe, así como su desempeño económico, estuvieron determinados por la necesidad de enfrentar una severa restricción en la disponibilidad de ahorro externo.<sup>1</sup> En los años noventa, en cambio, esta situación ha cambiado sustancialmente, con la entrada en la región de importantes capitales externos. Esto, por una parte, ha ayudado a generar los procesos de recuperación económica que se observan y, por otra, ha planteado nuevos desafíos a las autoridades económicas. En efecto, en 1992 la entrada neta de capitales fue de 62 mil millones de dólares, y se estima que en 1993 habría sido de 55 mil millones. Estas cifras equivalen a 5% del PIB regional en 1992, y a 4% en 1993, cifras que se comparan con 4.6% en 1981, y un promedio de 1.2% en 1983-1989.

La composición de estos flujos ha variado respecto del período en que se gestó la crisis de la deuda (1976-1981). La principal fuente de financiamiento era entonces el crédito bancario comercial, mientras que actualmente hay mayor participación de la inversión financiera —bonos, American Depositary Receipts (ADR)— y de la inversión extranjera directa. Una de las lecciones que dejó la crisis es que su impacto sobre variables claves de las economías de la región, como el tipo de cambio, la tasa de interés, y el nivel y la composición de la demanda, depende en alto grado del tipo de políticas internas

que adopten los países. La entrada neta de capitales tendrá para ello un efecto positivo sobre las perspectivas de crecimiento de mediano y largo plazo, en la medida en que contribuya a fortalecer los procesos de ahorro e inversión internos. Es importante que el capital externo complemente —y no sustituya— el esfuerzo de ahorro interno, por cuanto este último es decisivo para generar la inversión que requiere el proceso de transformación productiva con equidad (CEPAL, 1990 y 1992).

En la sección II de este artículo se sugieren tres áreas estratégicas de intervención (mercado cambiario, mercado monetario y cuenta de capitales). En ellas las políticas internas pueden incidir en las variables financieras y macroeconómicas de manera de favorecer el proceso de generación de ahorro (incluida la captación de ahorro externo) y su intermediación hacia una inversión productiva que fortalezca la competitividad sistémica, base indispensable para una inserción internacional que apoye procesos de crecimiento sostenidos (CEPAL, 1994). En la sección III se identifican dos combinaciones extremas de los instrumentos en cada una de estas áreas de intervención, que permiten definir los perfiles de las políticas aplicadas. En la sección IV se ubican las experiencias de Argentina, Colombia, Chile y México dentro de estas alternativas, y en la sección V, de conclusiones, se reseñan las implicaciones de política.

## II

## Alternativas de intervención

Cabe destacar dos posibles efectos cuando se producen importantes entradas de capitales en la economía de un país. El primero es de naturaleza keynesiana y

se refleja en mayor demanda efectiva, en un marco de subutilización de la capacidad productiva. También

□ Este texto se basa en el material elaborado por los autores para el capítulo XI del documento LC/G. 1800, *América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, presentado por la Secretaría de la CEPAL al vigésimoquinto período de sesiones de la Comisión (Cartagena de Indias, Colombia, abril de 1994). En esa fase los autores se beneficiaron de las discusiones de

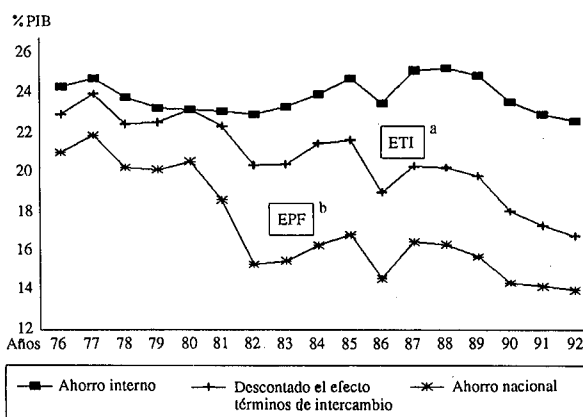
trabajo con sus colegas Alvaro Calderón, Robert Devlin, Ricardo Ffrench-Davis, Stephany Griffith-Jones, Gunther Held, Ricardo Martner, Gert Rosenthal y Barbara Stallings. Sin embargo, las opiniones expresadas en este artículo son de su exclusiva responsabilidad.

<sup>1</sup> El ahorro externo se define como el déficit en cuenta corriente del balance de pagos con signo menos, cuya contrapartida es la entrada de capitales menos la acumulación de reservas.

se refleja en una reducción de la restricción externa bajo la cual está operando el país, con la consiguiente reactivación de la tasa de crecimiento del producto. Si la entrada de capitales es sólo transitoria, el efecto keynesiano también lo será.

Si el financiamiento de la demanda es de origen externo (ahorro externo), el gasto agregado crecerá aún más que el producto. El riesgo de esta situación es que, si el crecimiento del gasto se ha financiado principalmente con capitales externos, la reversión de estos flujos puede ocasionar caídas en el producto y la inversión. Aún más, si a ello se suman términos de intercambio adversos —como en América Latina en los últimos diez años— los efectos negativos sobre el nivel y el crecimiento del ingreso y el ahorro nacional, así como el ajuste externo, podrían ser aún mayores (gráficos 1 y 2).

GRÁFICO 1

**América Latina: Ahorro interno y ahorro nacional**

Fuente: CEPAL, División de Estadística y Proyecciones Económicas, sobre la base de datos oficiales.

<sup>a</sup> ETI = Efecto términos de intercambio.

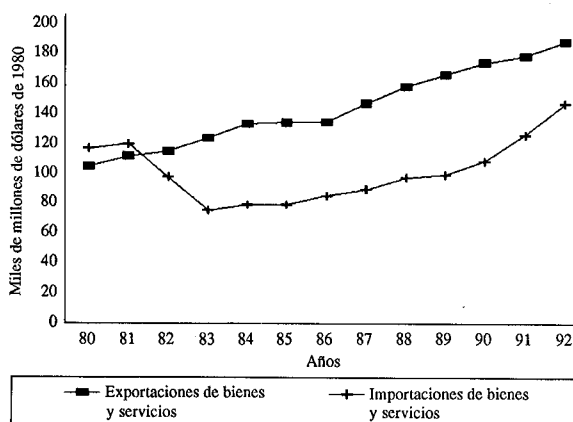
<sup>b</sup> EPF = Efecto pago de los factores.

En este mismo contexto, y en la fase de fuertes aumentos de la entrada de capitales, se produce una tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio real, ya que la entrada de capitales crea una presión revaluatoria en el mercado cambiario.<sup>2</sup> Esta situación ac-

<sup>2</sup> Las importantes apreciaciones del tipo de cambio real observadas en el período 1976-1981 estuvieron también asociadas con el uso del tipo de cambio como instrumento de estabilización en varios países de la región.

<sup>3</sup> En ausencia de restricciones al movimiento internacional de capitales, el capital se moviliza hacia inversiones de mayores

GRÁFICO 2

**América Latina: Balance comercial de bienes y servicios**

Fuente: CEPAL, División de Estadística y Proyecciones Económicas, sobre la base de datos oficiales.

túa sobre las condiciones de arbitraje entre mercados de capitales externos e internos,<sup>3</sup> intensificando la entrada de capitales y las tendencias a la apreciación cambiaria.

El segundo efecto de la entrada de capitales incide en la capacidad de producción del país a través de un incremento de la inversión en sectores productivos que —directa o indirectamente— mejora la competitividad internacional del país. Si ello ocurre, aumentan las posibilidades del país de hacer frente a eventuales deterioros, tanto en las condiciones del servicio de la deuda externa como en el volumen de los flujos externos.

Lo sucedido en la región durante el auge de la entrada de capitales del período 1976-1981 indica que en esa oportunidad no se crearon condiciones que hicieran sostenible la corriente de capitales, en un contexto de estabilidad macroeconómica y de fortalecimiento del proceso de ahorro e inversión (cuadro 1). Muy por el contrario, el ajuste requerido implicó un ciclo recesivo intenso, cuando hubo necesidad de hacer frente a cambios en las condiciones de los mercados financieros y comerciales internacionales (Ffrench-Davis y Devlin, 1993).

retornos internacionales esperados, habida cuenta de expectativas cambiarias como consecuencia de la diferente denominación monetaria de los instrumentos. Estos últimos corresponden a los valores esperados de variación en el tipo de cambio nominal (Zahler, 1992).

Otros estudios sobre la situación en ese período señalan que el efecto de corto plazo de la entrada de capitales en 1976-1981 generó excesos de gastos de alrededor de 4% del PIB. Estos estuvieron acompañados en algunos países de la región, en particular Argentina, Chile y Uruguay, por importantes “burbujas” financieras de carácter especulativo.<sup>4</sup> De hecho, los activos financieros e inmobiliarios internos aumentaron su valor a ritmos notablemente más rápidos que el producto y el ingreso, y las tasas de interés internas se mantuvieron por encima de los

niveles observados en los mercados financieros internacionales. Las “burbujas” financieras descansaban fundamentalmente en dos factores: la fuerte entrada de capitales (estimulada por la elevada diferencia entre las tasas de interés interna e internacional), y el correspondiente atraso cambiario sustentado por estos flujos. Los graves problemas que enfrentaron los sistemas financieros internos durante la crisis de la deuda muestran que estos factores no eran sostenibles en el tiempo (Ramos, 1986; Corbo y de Melo 1987).

CUADRO 1

## América Latina: Indicadores macroeconómicos

	Miles de dólares de 1980						Porcentajes del PIB					
	1976-1981	1983-1989	1990-1992	1990	1991	1992	1976-1981	1983-1989	1990-1992	1990	1991	1992
1. Entrada neta de capitales	32 536	7 781	33 318	17 971	32 639	49 345	4.9	1.0	3.9	2.2	3.8	5.6
2. Variación de las reservas	6 423	-98	16 027	11 957	16 120	20 004	1.0	-	1.9	1.4	1.9	2.3
3. Ahorro externo (1 + 2)	26 113	7 879	17 291	6 014	16 519	29 341	3.9	1.0	2.0	0.8	1.9	3.3
4. Déficit en cuenta corriente con signo menos (5 + 6 + 7 + 8)	26 113	7 879	17 291	6 014	16 519	29 341	3.9	1.0	2.0	0.8	1.9	3.3
5. Efecto términos de intercambio <sup>a</sup>	5 422	31 191	48 737	45 853	48 623	51 735	0.8	4.0	5.7	5.6	5.7	5.9
6. Déficit comercial	4 338	-56 017	-53 425	-65 992	-53 156	-41 128	0.6	-7.2	-6.3	-8.0	-6.2	-4.7
7. Servicio de los factores	16 905	34 561	27 137	30 306	26 525	24 580	2.5	4.5	3.2	3.7	3.1	2.8
8. Transferencias <sup>b</sup>	-552	-1 856	-5 158	-4 153	-5 474	-5 845	-0.1	-0.2	-0.6	-0.5	-0.6	-0.7
9. PIB total	670 552	775 030	854 695	825 074	856 502	882 510	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
10. INB <sup>c</sup> (9 - 5 - 7 - 8)	648 777	711 134	783 979	753 068	786 828	812 040	96.7	91.8	91.7	91.3	91.8	92.0
11. Consumo	512 595	587 107	659 563	633 328	661 572	684 790	76.4	75.7	77.2	76.8	77.2	77.6
12. Inversión	162 295	131 906	141 707	132 765	141 510	157 000	24.2	17.0	16.6	16.1	16.5	17.8
13. Exceso de gasto respecto del producto (9 - 11 - 12) = 6	4 338	-56 017	-53 425	-58 981	-53 420	-40 720	0.6	-7.2	-6.3	-7.1	-6.2	-4.6
14. Exceso de gasto respecto de los ingresos (10 - 11 - 12) = 4	26 113	7 879	17 291	13 025	16 254	29 750	3.9	1.0	2.0	1.6	1.9	3.4
15. PIB per cápita	2 044	2 000	1 998	1 966	2 003	2 025						
16. INB per cápita	1 978	1 836	1 835	1 795	1 840	1 864						
17. Tasa de crecimiento del PIB %	4.44	1.80	2.36	0.30	3.80	3.00						
18. Tasa de crecimiento de las exportaciones de bienes %	6.08	4.85	5.19	5.82	3.41	6.34						
19. Tasa de crecimiento de las importaciones de bienes %	6.11	5.57	15.50	11.19	15.56	19.77						
20. Valor de las exportaciones de bienes	81 783	121 793	155 442	148 810	153 880	163 639	12.2	15.7	18.2	18.0	18.0	18.5
21. Valor de las importaciones de bienes	79 559	69 267	105 413	89 344	103 242	123 652	11.8	8.9	12.3	10.8	12.1	14.0

Fuente: CEPAL, con datos del balance de pagos y las cuentas nacionales de los países.

<sup>a</sup> Recursos necesarios para cubrir la pérdida ocasionada por el encarecimiento de los bienes importados en relación con los precios de aquellos bienes que la región exporta.

<sup>b</sup> Equivale a flujos privados de capitales por concepto de donaciones y otras operaciones no oficiales registradas.

<sup>c</sup> INB= Ingreso nacional bruto.

<sup>4</sup> Estos países fueron pioneros dentro de la región en materia de

desregulación y liberalización de los mercados financieros internos (Akyüz, 1993; Held, 1993).

Pero la experiencia de la región también ofrece valiosas lecciones sobre la forma como la inserción en los mercados financieros internacionales debe acompañarse con un adecuado diseño de la política económica interna. La abundancia relativa de flujos de capitales causa apreciaciones cambiarias que pueden no ser congruentes con objetivos de mediano y largo plazo. Las autoridades deben decidir la política económica sobre la base de cuatro grandes objetivos: mantener flujos estables de entrada de capitales; sustentar un tipo de cambio que incentive adecuadamente la competitividad internacional como motor de la economía; asegurar la estabilidad de los agregados monetarios y de los precios, y promover el ahorro, cuidando que el ahorro externo no desestime el interno, y canalizarlo hacia la inversión en sectores que fortalezcan la competitividad de la economía.

En función de los objetivos de política económica a los que se dé prioridad, cabe distinguir tres posibles niveles de intervención de política. Un *primer nivel de intervención* surge en el mercado cambiario. El propósito de la intervención, en este caso, es moderar las tendencias hacia la excesiva apreciación del tipo de cambio real, ya que éste se ha convertido en uno de los principales instrumentos de promoción de las exportaciones.<sup>5</sup> Lo que se pretende es dar estabilidad y credibilidad a una política cambiaria que emita señales propicias para un crecimiento permanente y sostenible.

Este punto ha sido resaltado recientemente por el presidente del Banco Central de Chile:

“Desde una perspectiva macroeconómica, las consecuencias que puede tener una afluencia ‘excesiva’ de capitales sobre el nivel del tipo de cambio real son incluso más importantes que aquellas derivadas de una mayor volatilidad de éste. En efecto, si el tipo de cambio se mantiene bajo el equilibrio por un tiempo demasiado prolongado, se producen al menos dos tipos de efectos no deseados. En primer lugar, se corre el riesgo de afectar negativamente al sector transable de la economía. Bien es sabido que gran parte de las economías exitosas en los últimos años (especialmente las economías pequeñas) han basado su desarrollo en el dinamismo del sector exportador ... En segundo lugar, .... tarde

o temprano el valor de la divisa deberá volver a su nivel de equilibrio de largo plazo (o incluso superar ese valor por algún tiempo), lo que ejercerá presiones sobre los precios, arriesgando así la meta de control de la inflación.” (Zahler, 1992, p. 169).

Con posterioridad a la crisis de la deuda, los países han adoptado una posición más conservadora frente a la proporción de los flujos de capital que se encauza hacia el financiamiento del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. En 1992 los países de la región sólo destinaron 60% de esas entradas —es decir, 30 mil millones de dólares de 1980— al financiamiento de dicho déficit (uso de ahorro externo). El porcentaje fue de 100% en 1980-1981.<sup>6</sup>

En este primer nivel de intervención las variaciones de reservas registran las compras y ventas oficiales de divisas extranjeras y denotan el grado en que el Banco Central interviene en dicho mercado. Si no interviene en este primer nivel (no se acumulan reservas), entonces los flujos de capital no provocarán cambios en los activos internacionales que se hallan en poder de los bancos centrales, y la totalidad de su aumento ejercerá presión sobre el mercado cambiario, hacia una revaluación. Así se induce al mercado de capitales a que contribuya a financiar el aumento neto de las importaciones de bienes y servicios.

Cuando la autoridad interviene en el primer nivel acumulando reservas, se esterilizan los efectos sobre el mercado cambiario, pero se provocan consecuencias en el mercado monetario. Ante esto se debe decidir si se deberá esterilizar o no los efectos de la acumulación de reservas que, de hecho, influye en el grado de liquidez de la economía mediante el incremento de la oferta de dinero. En este *segundo nivel*, la intervención implica optar entre una naturaleza activa o pasiva de la política monetaria (en términos del manejo de la demanda agregada) y de su relación con la estabilización. Esto resulta de un compromiso por intervenir en el primer nivel para mantener un determinado valor del tipo de cambio nominal (o real dentro de ciertos rangos). En el caso de que ello implique acumular reservas, el Banco Central deberá esforzarse por esterilizar los efectos monetarios de las opera-

<sup>5</sup> Esta decisión no es fácil para la autoridad económica ya que, en condiciones de aumento de la entrada de capitales, la apreciación cambiaria se ha debido al hecho de que la política cambiaria ha servido propósitos antiinflacionarios.

<sup>6</sup> Según estimaciones de la CEPAL (1990), dado ese monto de ahorro externo, para que la región creciera a una tasa de 5% anual se requeriría que el ahorro nacional alcanzara a 190 mil millones de dólares de 1980, lo que significaría un aumento de 50% respecto de su nivel actual.



ciones cambiarias, a fin de mantener el valor real del tipo de cambio (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993). Si esto se hace a través de una política monetaria activa, se debe recurrir a operaciones de mercado abierto; de lo contrario el ajuste se dará a través de los precios y las tasas de interés, induciendo una mayor demanda de importaciones que neutralicen la expansión monetaria con operaciones de venta de divisas del Banco Central.

Un *tercer nivel de intervención* se refiere a la naturaleza de la apertura de la cuenta de capitales, y tiene el propósito de regular la composición de las entradas de capital para hacerlas más coherentes con los objetivos de desarrollo del país. Al respecto, la mayoría de los países ha optado por abrirse a la entra-

da de capitales, e implantar sólo mecanismos de intervención dirigidos a evitar la afluencia de capitales especulativos, de corto plazo, y que no contribuyen al proceso de inversión.

En síntesis, la política económica debe diseñarse considerando tres aspectos: i) el grado de intervención en el mercado cambiario mediante una acumulación de reservas congruente con los diversos esquemas de política cambiaria; ii) lo que haga el Banco Central para esterilizar el efecto monetario de la acumulación de reservas a fin de influir en el nivel y composición de la demanda agregada, y iii) la modalidad de regulación de los movimientos de capitales con el objeto de cambiar su nivel y su composición en favor de los flujos de largo plazo.

### III

## Dos perfiles de intervención

Tras la experiencia adquirida a partir de la crisis de la deuda de comienzos de los años ochenta, la administración de los recursos externos parecería ser hoy más cautelosa. Esto se ve reflejado en que se destina una mayor proporción de la entrada de capitales a la acumulación de reservas, lo que ha moderado el impacto de esos recursos en las economías de la región. No obstante, y al igual que durante la crisis de la deuda, en la actualidad también se observa: i) un incremento de la participación de las importaciones en el PIB; ii) un aumento del gasto interno proporcionalmente mayor que el del producto y el ingreso, junto con una reducción del superávit en la cuenta corriente no financiera y total de la balanza de pagos, lo que indica un mayor uso de ahorro externo, y iii) un desplazamiento del ahorro nacional por el ahorro externo, lo que se refleja en que el aumento de la inversión total fue menor que el del ahorro externo (cuadro 1).

Durante la gestación de la crisis de la deuda la disminución del ahorro nacional respondió a fuertes expansiones del consumo; ahora, en cambio, resulta de una caída del ingreso provocada por el deterioro de los términos de intercambio.<sup>7</sup> También se ha

logrado reactivar el crecimiento económico —cuya tasa media anual ha aumentado de 1.8% entre 1983 y 1989 a más de 3% entre 1990 y 1993— sin incremento de la inversión.<sup>8</sup> La recuperación descansa en gran medida en que la mayor disponibilidad de financiamiento externo ha permitido solventar más importaciones de insumos para incrementar el uso de la capacidad de producción existente; esto, a través de su efecto sobre el producto y el ingreso, reactiva los niveles de demanda agregada.

El mayor o menor grado en que las autoridades han permitido que la entrada de capitales disminuya el déficit externo y presione la oferta en los mercados cambiarios, se ha manifestado en diferentes tendencias a la apreciación cambiaria. Estas tendencias reflejarían, en un primer momento, el grado de recuperación de la demanda agregada, las importaciones y el tipo de cambio real, desde sus niveles condicionados por la restricción externa durante el período 1983-1989. El problema estriba en garantizar la estabilidad futura, ya que si los flujos de entrada de capital se revierten, los niveles del gasto agregado, las

<sup>7</sup> En el trienio 1990-1992 esta pérdida representó 5.7% del PIB en dólares de 1980, mientras que el ahorro externo correspondió a 2% del PIB. En el período 1976-1981 la pérdida por concepto de los términos del intercambio equivalió a 0.8 puntos del PIB y el ahorro externo a 3.9 (gráfico 1).

<sup>8</sup> Al hablar de reactivación se hace referencia al hecho de que la restricción externa bajo la cual estaban operando las economías de la región no les permitía hacer uso de su capacidad de producción. Una vez alcanzada la frontera de producción utilizable a corto plazo, las perspectivas de continuar creciendo dependen de los esfuerzos de ahorro e inversión y de las mejoras de productividad.

importaciones y el tipo de cambio pueden no ser sostenibles en el mediano y largo plazo. En sus valores de equilibrio, estas variables deberían reflejar las condiciones internas de los mercados de bienes y monetario, así como la disponibilidad de ahorro externo, que depende de la naturaleza permanente o transitoria de los flujos de capitales.

La reinserción en los mercados financieros ha sorprendido a los países en diferentes etapas de sus programas de ajuste.<sup>9</sup> De hecho, en ellos se ha utilizado una variada gama de instrumentos de política para hacer frente a los problemas antes reseñados. Los instrumentos adoptados se han orientado a los llamados primero y segundo nivel de intervención. Algunos países también han recurrido a la regulación de la entrada de capitales con el propósito de influir sobre su composición y hacerla más concordante con sus objetivos de desarrollo.

Las posibles combinaciones entre el primer y el segundo nivel de intervención dan por resultado diferentes dosificaciones de política cambiaria y política monetaria, que permiten distinguir dos grandes alternativas de intervención. La primera, privilegiada por los países que han optado por mantener una política monetaria pasiva, es la que se conoce como *intervención no esterilizadora*. Ella consiste en la defensa del tipo de cambio, acumulando significativas reservas internacionales si es necesario. El Banco Central compra las divisas aportadas por los flujos de capitales a cambio de dinero nacional, sin esterilizar el efecto monetario de esas operaciones, bajo un régimen de tipo de cambio controlado.<sup>10</sup> El caso límite con tipo de cambio nominal fijo equivale al enfoque monetario de la balanza de pagos. El propósito es un compromiso con un tipo de cambio nominal fijo; sin embargo, en este caso, si el ajuste por medio del aumento de las importaciones no se produce a la velocidad

requerida, es posible que la base monetaria interna se expanda más allá de lo deseado, lo cual suele traducirse en presiones inflacionarias y ocasionar apreciaciones del tipo de cambio real y tendencias a excesos y cambios en la composición del gasto.

La segunda alternativa, utilizada por aquellos países que, junto con una defensa del tipo de cambio, han optado por políticas monetarias activas, se conoce como *intervención esterilizadora*. Al igual que la anterior, consiste en acumular reservas, pero aproximándose sistemáticamente al segundo nivel de intervención, al aplicar una esterilización de los efectos monetarios de esas operaciones. De esta manera se pretende aislar el *stock* de dinero de las variaciones derivadas de la movilidad del capital extranjero. De ser efectiva, la esterilización evitaría la baja de las tasas de interés reales internas. En economías en pleno uso de su capacidad productiva, tiene la virtud de contribuir a controlar el gasto agregado y evitar una mayor apreciación del tipo de cambio real. Sin embargo, en el marco de esta opción, al persistir las diferencias entre las tasas de interés interna e internacional, se continúa estimulando la entrada de capitales. Esto genera mayores necesidades de esterilización y a la vez puede ser fuente de déficit cuasifiscales, si el Banco Central coloca papeles comerciales en el mercado interno a tasas de interés superiores a las que percibe por sus reservas internacionales.

La alternativa de intervención esterilizadora no está exenta de conflictos. Estos surgen especialmente cuando las autoridades económicas de los países no están dotadas de flexibilidad en el manejo tributario, como para compensar con esta política los estímulos negativos internos.<sup>11</sup> A falta de flexibilidad en el manejo de la política fiscal, los problemas de la intervención esterilizadora surgen del dilema que enfrentan las autoridades económicas cuando intentan controlar a la vez la tasa de interés real (como instrumento de política monetaria para implementar políticas de estabilización) y el tipo de cambio real (como instrumento de política comercial para promover el crecimiento de las actividades productoras de rubros transables). Si la tasa de interés coherente con el objetivo inflacionario (mediante la esterilización de los efectos moneta-

<sup>9</sup> Algunos países se encontraban ante la necesidad de iniciar o fortalecer la estabilidad macroeconómica; otros, ya más avanzados en la estabilización de sus economías pero con capacidad productiva ociosa, estaban en una etapa encaminada a incentivar la reactivación del aparato productivo; finalmente, los menos (con inflaciones controladas y con muestras de reactivación de su aparato productivo) estaban fortaleciendo su capacidad de ahorro y de inversión, de modo de captar recursos financieros que les permitieran ampliar su capacidad productiva y lograr un crecimiento económico sostenible. Si bien la descripción de las etapas es ilustrativa de los componentes de un programa de ajuste, éstas no necesariamente deben seguir la secuencia implícita en la presentación.

<sup>10</sup> La gama de formas habituales va desde la fijación del tipo de cambio nominal y la paridad móvil hasta la flotación sucia dentro de bandas preestablecidas.

<sup>11</sup> Lo que ocurre hoy es que, en la mayoría de las democracias de la región (y del mundo), se requiere de aprobación legislativa para cambiar los impuestos. Esto exige la formación de mayorías amplias para aprobar reformas tributarias, lo que quita flexibilidad a las autoridades económicas.

rios de la acumulación de reservas) es superior a la tasa internacional ajustada por las expectativas de devaluación, entonces la entrada de capitales continuará presionando hacia la apreciación del tipo de cambio real, en desmedro del objetivo de proteger al sector de rubros transables. Si, por el contrario, se deja descender la tasa de interés interna, entonces se vulneran ambos objetivos, pues el mayor gasto inducido por las menores tasas de interés presionará los precios, a la vez que hará apreciarse el tipo de cambio real (Zahler, 1992).

Por eso, en la práctica se ha combinado la intervención esterilizadora con otras medidas de política, en procura de actuar en el primer nivel de intervención, a través de: i) incentivos a la demanda de moneda extranjera mediante la liberalización de la salida de capitales durante los períodos de excesos de fondos (por ejemplo, liberalización de las normas que regulan la inversión efectuada por nacionales en el exterior, repatriación de la inversión extranjera directa, y autorización a los inversionistas institucionales para invertir en el exterior y a diversos deudores para anticipar pagos al exterior); ii) medidas de comercio exterior, para adecuar la magnitud de las importaciones, el déficit en cuenta corriente y la acumulación de reservas a las metas de apreciación cambiaria fijadas en el país, y iii) la implantación de mecanismos que

incentiven mejoras de productividad concordantes con el nivel de apreciación cambiaria.

En el segundo nivel de intervención puede actuarse a través de: i) la introducción de mecanismos de regulación de los sistemas financieros destinados a evitar distorsiones en el sector y a subsanar las debilidades de la regulación prudencial y financiera de la banca; ii) la disciplina fiscal, con el objeto de reducir las presiones adicionales sobre la demanda, y iii) la complementación de la política cambiaria con pactos sociales en materia de precios y salarios.

En el tercer nivel se puede intervenir: i) con medidas encaminadas a desincentivar la entrada de capitales financieros de corto plazo mediante la generación de incertidumbre sobre la evolución del tipo de cambio en el corto plazo; ii) con restricciones a la entrada de capitales, que pueden tomar la forma de ajustes de las exigencias de reservas, a menudo sin intereses, sobre los depósitos bancarios y otros créditos del exterior y de controles cuantitativos de distinta índole (exigencias de plazos de maduración mínimos y de volúmenes mínimos para la emisión de bonos, topes máximos para las tasas de interés sobre el capital extranjero y regulaciones sobre la participación del capital extranjero en el mercado de acciones).

## IV

### Experiencias de intervención

La alternativa de intervención no esterilizadora ha sido frecuente entre países que privilegian la estabilidad de precios como objetivo de la política económica. Es una estrategia que actúa directamente sobre la inflación e indirectamente sobre el tipo de cambio real. Al implantar este mecanismo se espera que las tasas nacionales de interés y de inflación converjan rápidamente con las internacionales. Parte importante del éxito de esta estrategia depende finalmente de la confianza de los agentes económicos en la capacidad de la autoridad monetaria para sostener el tipo de cambio nominal, situación que, en última instancia, exige al Banco Central mantener reservas internacionales elevadas, lo que afecta a la composición de sus activos y pasivos.

Si bien en la práctica se observa que los países de la región han utilizado distintas combinaciones

de política, entre los que más se han aproximado a esta alternativa de intervención, partiendo de niveles inflacionarios elevados, está Argentina. En los últimos años las autoridades de ese país han implantado una serie de medidas destinadas a desregular los diversos mercados, incluida la Ley de Convertibilidad promulgada en marzo de 1991 (en ella se fija el tipo de cambio nominal con una paridad de uno a uno con el dólar, a la vez que se establece la validez legal de los contratos denominados en diferentes divisas). El objetivo explícito de esta ley era poner freno al proceso inflacionario y asegurar la disponibilidad de divisas a un valor nominal fijo, contribuyendo así a la estabilidad del tipo de cambio nominal (Argentina, Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, 1993a y 1993b; Fanelli y Machinea, 1993).

Otras medidas que se han impulsado para estimular los movimientos de capitales e infundir confianza en la permanencia de la estabilidad monetaria y la convertibilidad de la moneda son la Ley de Emergencia Económica (agosto de 1989), en la que se establece la igualdad de tratamiento para el capital extranjero y el nacional que se destine a sectores productivos; la Ley de Olvido Fiscal (abril de 1992); la desregulación de los mercados financieros y de valores y finalmente, las reformas del sector público. Estas han tenido un importante efecto sobre los movimientos de capital, en particular la Ley de Reforma del Estado, que sentó las bases para los procesos de privatización de empresas públicas y los esquemas de conversión de deuda en capital. La modificación de la Carta Orgánica del Banco Central estableció la independencia de esta institución, prohibió el financiamiento monetario del déficit público y eliminó la garantía estatal a los depósitos (Fannelli y Machinea, 1993; Argentina, Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos, 1993a y 1993b). Simultáneamente, el proceso de liberalización y apertura comercial, dentro de un esquema de tipo de cambio fijo, ha permitido reducir los ritmos de expansión de los precios de bienes que se comercian internacionalmente y ha apoyado así los esfuerzos antiinflacionarios.

En términos del control inflacionario, las políticas implantadas a partir de los años noventa han permitido reducir fuertemente la tasa de inflación. Medida según el IPC, fue de 1 344% en 1990 y de 8% entre noviembre de 1992 y noviembre de 1993. La reducción del ritmo inflacionario ha ido acompañada de una marcada apreciación del tipo de cambio real (luego de una fuerte devaluación en 1990, que permitió lograr un elevado superávit en la balanza comercial); este proceso fue perdiendo velocidad a medida que la tasa de inflación interna se aproximaba a la internacional. Paralelamente, las autoridades han promovido la creación de incentivos a los aumentos de productividad.

La ausencia de mecanismos para esterilizar los efectos de las operaciones de cambio,<sup>12</sup> ha provocado un considerable aumento de la monetización de la economía (a partir de los bajos niveles observados luego de la hiperinflación registrada en 1989); esa situación, sumada al mayor uso del ahorro externo y

la expansión del crédito interno, llevó a un fuerte aumento de la demanda agregada y de la actividad económica en el trienio 1991-1993.

La alternativa de intervención esterilizadora ha sido preferida por los países que han mantenido una política monetaria activa y, a la vez, una posición más cautelosa respecto al continuo desarrollo del sector de rubros transables, la generación de ingreso nacional y su canalización hacia el ahorro y la inversión en dicho sector.

Entre los países que han utilizado la opción de la intervención activa, Chile lo ha hecho de modo más persistente, pero también destacan, entre otros, los casos de Colombia y México.

### 1. El caso de Chile

En Chile se ha venido actuando desde hace más de dos décadas en aspectos vinculados a la liberalización de la cuenta de capitales a través del decreto con fuerza de ley 600 sobre inversión extranjera (DL 600, 1974), que eliminó la discriminación legal contra los inversionistas extranjeros. A mediados de los años ochenta los capítulos XVIII y XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales autorizaron las operaciones de conversión de deuda externa en capital tanto para chilenos como para extranjeros. Más recientemente, en 1989, se autorizó la emisión de títulos de cartera a varias empresas, para ser colocados en mercados de valores extranjeros (Fondos de Inversión chilenos), y en 1990 se aprobaron los American Depositary Receipts (ADR) como alternativa a la emisión directa de acciones e instrumentos de deuda por parte de empresas chilenas en Estados Unidos (Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1993).

A partir de 1990 las autoridades debieron adoptar medidas para regular la entrada de capitales y esterilizar los efectos monetarios de la acumulación de reservas, mediante intervenciones en los mercados cambiario y de dinero.<sup>13</sup> Con estos propósitos se han utilizado fundamentalmente tres instrumentos:

- i) Una política cambiaria sustentada en la flota-

<sup>12</sup> Medidas en meses de importación, las reservas alcanzaron al equivalente de 15, 11 y 9 meses en 1990, 1991 y 1992, respectivamente. En 1989 equivalían a alrededor de 4.5 meses.

<sup>13</sup> Las autoridades chilenas optaron por la intervención con el fin de influir en la determinación del tipo de cambio real en el corto plazo, sobre la base de dos supuestos: i) la autoridad monetaria conoce mejor las perspectivas de la evolución de la balanza de pagos y de sus efectos sobre la economía, y ii) su horizonte de planeación es de mayor alcance que el de los agentes que operan en los mercados de corto plazo (Zahler, 1992).

ción sucia del tipo de cambio en torno de un valor de referencia, determinado sobre la base de una canasta de monedas. La política cambiaria chilena, sin embargo, ha experimentado cambios importantes en los últimos tiempos. En 1983 se adoptó una política de paridad móvil, que consistía en determinar un precio de referencia para el dólar. A mediados de 1989 se dejó flotar el precio de compra y venta de divisas dentro de una banda de fluctuación alrededor del valor de referencia del dólar.<sup>14</sup> Debido a que la entrada de capitales se intensificó a partir de 1990, el tipo de cambio oficial se situó recurrentemente cerca del límite inferior de la banda, obligando al Banco Central a intervenir; eso le significó adquirir 1 500 millones de dólares en 1990 y 3 000 millones en 1991, y efectuar cuantiosas operaciones de mercado abierto para esterilizar el efecto monetario de las operaciones de cambio. Más adelante, las autoridades consideraron que parte de los factores que contribuían a la positiva evolución de las cuentas corriente y de capitales eran de naturaleza más permanente y procedieron a acomodar esas tendencias.<sup>15</sup> Posteriormente, para aminorar el efecto de factores transitorios, adoptaron una serie de medidas que les permitieron moderar las presiones revaloratorias.<sup>16</sup>

ii) La esterilización de los efectos monetarios de la acumulación de reservas. Una característica importante de la experiencia chilena ha sido el acceso del Banco Central al mercado financiero interno

para contrarrestar la liquidez provocada por la acumulación de reservas, las que se triplicaron entre 1989 y 1993.<sup>17</sup> El mercado financiero nacional ha recibido un fuerte impulso, entre otras cosas, merced a la reforma del sistema de pensiones.<sup>18</sup> Este desarrollo del mercado de capitales ha permitido al Banco Central colocar volúmenes muy significativos de pagarés, principalmente con el objeto de esterilizar la expansión de liquidez que resulta de las compras de divisas.

iii) La aplicación de gravámenes y exigencias de reservas para regular la entrada de capitales y desalentar la excesiva afluencia de los de corto plazo, principalmente. Para desestimular la afluencia de estos últimos —motivada especialmente por diferencias entre las tasas de interés interna e internacional— las autoridades han buscado formas de elevar el costo de endeudarse en moneda extranjera en el exterior.<sup>19</sup> También se han tomado varias medidas importantes para incentivar la salida selectiva y gradual de capitales.<sup>20</sup>

En general, los efectos en este tercer nivel han sido limitados, pues la inversión ha continuado siendo más rentable en Chile. Sólo han tenido significación las inversiones en el exterior mediante la compra de empresas en el marco de procesos de privatización, y la compra de acciones en bolsas que se hallan en situaciones de auge. Estas medidas desincentivan la entrada de capitales, con lo que reducen las presiones hacia la apreciación cambiaria y ayudan a recuperar el manejo de la tasa de interés interna y, por su intermedio, de la demanda agregada y la inflación.

<sup>14</sup> Esa banda se fijó en más o menos 5% de dicha cotización.

<sup>15</sup> Esto se realizó a través de dos medidas adicionales: i) una revaluación de 2%, en junio de 1991, complementada con una reducción de los aranceles aduaneros de 15% a 11%, y ii) una nueva revaluación de 5% en enero 1992.

<sup>16</sup> Algunas de las principales disposiciones fueron: i) en 1991 se estableció un encaje de 20% y un impuesto de 1.2% sobre los créditos externos de corto plazo; ii) en 1992 se amplió la banda de flotación de 5% a 10% del valor referencial del dólar, a fin de generar más incertidumbre en la formación de expectativas de corto plazo; iii) lo anterior fue complementado en marzo de 1992, al decidir el Banco Central intervenir discrecionalmente dentro de los límites de la banda (flotación sucia); iv) en mayo de 1992 se elevó el encaje a 30%, y v) en julio de 1992 se modificó la normativa cambiaria, con el objeto de reducir la vinculación de la política monetaria con la de los Estados Unidos y ligarla más a la de los otros principales socios comerciales del país. Con este propósito, el tipo de cambio referencial se vinculó a una canasta de monedas, integrada por el dólar americano (50%), el marco alemán (30%) y el yen japonés (20%). Estas ponderaciones reflejan la importancia de las diversas áreas monetarias en el comercio exterior chileno; la esterilización de los efectos monetarios de la acumulación de reservas a través de operaciones de mercado abierto, y la aplicación de gravámenes y requerimientos de reservas para regular la entrada de capitales y para desalentar la excesiva afluencia, principalmente de los de corto plazo.

<sup>17</sup> En 1993, estas reservas alcanzaron al equivalente de un año de importaciones.

<sup>18</sup> De hecho, la tasa de acumulación de recursos de los fondos de pensiones ha sido superior a la del incremento de la oferta de activos financieros autorizados, y su participación en el mercado de algunos instrumentos específicos ya es mayoritaria.

<sup>19</sup> Por ejemplo, mediante exigencias de encaje (e impuestos), para equipararlo con el interno, ajustado por el riesgo cambiario que asumen los agentes que deseen operar en el país. También la flotación sucia y la vinculación del tipo de cambio a una canasta de monedas seleccionan la entrada de capitales al incrementar la incertidumbre y los costos de los operadores de capitales de corto plazo de índole especulativa.

<sup>20</sup> En 1991 se aumentó el porcentaje de los depósitos en moneda extranjera que los bancos comerciales podían destinar al financiamiento del comercio exterior; se flexibilizó el proceso de inversión en el exterior por parte de empresas nacionales; se redujo el plazo para remitir capital ingresado a través de operaciones de conversión de deuda, y se autorizó a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) para invertir parte de su cartera en el exterior, en instrumentos de bajo riesgo.

## 2. El caso de México

La estrategia económica de México ha estado basada en dos líneas de acción: el ajuste macroeconómico y la estabilización del nivel de precios, por un lado, y las reformas estructurales, por otro. Estas últimas han abarcado, entre otros aspectos, apertura comercial; modificaciones del marco regulatorio de la inversión extranjera; privatización de empresas públicas; desregulación interna (comercial, industrial, financiera), y fortalecimiento de las finanzas públicas.

En ese marco, y ante la posibilidad de que la entrada de nuevos capitales, por su efecto expansivo sobre la demanda agregada, hiciese más difícil alcanzar las propuestas de la autoridad económica en materia de inflación, se implantaron en los diversos niveles de intervención medidas que buscaban reducir el impacto de tales flujos en la economía (Banco de México, 1993; Guzmán, 1993). En primer lugar se flexibilizó la política cambiaria. Actualmente se permite la fluctuación del tipo de cambio dentro de una banda, cuyo punto máximo de intervención se deprecia diariamente en un monto preanunciado; a su vez, el nivel inferior de la banda permanece constante.<sup>21</sup> El objetivo de esa medida era, por una parte, dar mayor flexibilidad para que el tipo de cambio se acomodara a la mayor oferta de capital y, por la otra, ampliar la banda para así aumentar el riesgo cambiario, en un intento por desalentar la entrada de capitales de corto plazo.

En segundo lugar, se esterilizó el efecto de las operaciones cambiarias. Para tal fin, la política monetaria implícita en este régimen cambiario (de evolución controlada del tipo de cambio nominal) corresponde a una oferta monetaria endógena determinada por las variaciones del crédito interno y el saldo de la balanza de pagos. Así, el principal instrumento de política monetaria con que cuentan las autoridades es el control del crédito interno, permitiendo que la tasa de interés se ajuste libremente al objetivo de

tipo de cambio (Banco de México, 1993). Las operaciones de mercado abierto para esterilizar los impactos de los flujos de capital se han utilizado con cautela. Se estima que el costo de la esterilización ascendió a 0.25% del PIB durante el trienio 1990-1992 (Gurría, 1993).

En tercer lugar, se fijaron límites a los niveles de endeudamiento externo de los bancos comerciales. En 1992 se estableció un límite al monto de pasivos en moneda extranjera en poder de los bancos comerciales, que actualmente equivale a 20% de sus pasivos totales. A su vez, se mantuvo el coeficiente de liquidez de 15%. Este coeficiente debe colocarse en instrumentos de bajo riesgo (Banco de México, 1993; Gurría, 1993).

## 3. El caso de Colombia

La entrada de capitales en Colombia durante 1991 fue acompañada de una modificación de la política cambiaria, en junio de ese año. Se buscó fortalecer la activa política de esterilización de los efectos monetarios de la acumulación de reservas, mediante operaciones de mercado abierto. De conformidad con esta modificación, el Banco Central ya no paga en efectivo las divisas que compra, sino con certificados de cambio (certicambio), que son bonos denominados en dólares (sobre los cuales no se pagan intereses) con un período de maduración que, actualmente, es de un año. El precio para el rescate en pesos de estos bonos (denominado tasa de cambio oficial), es fijado diariamente por el Banco Central.<sup>22</sup>

A pesar de que la estrategia cambiaria permite diluir en el tiempo los efectos monetarios de la acumulación de reservas, la esterilización monetaria realizada en este período fue intensa, y se estima que su impacto sobre el déficit cuasifiscal alcanzó, en 1991, a valores entre 0.5% y 1% del PIB (Cárdenas, 1993; FMI, 1993).

A partir de octubre de 1991 se iniciaron esfuerzos para reducir el nivel de las tasas de interés

<sup>21</sup> En noviembre de 1991, junto con la abolición de los controles cambiarios, se amplió la banda de fluctuación del tipo de cambio, permitiendo una devaluación del techo de la banda de veinte centavos de nuevos pesos diarios. En octubre de 1992 se amplió la devaluación del techo de la banda a 0.40 milésimos de nuevos pesos por día (equivalente a una devaluación de 4.5% anual). A mediados de mayo de 1993 el tipo de cambio fluctuaba dentro de una banda cercana al 6%, y se esperaba que hacia fines de 1993 la diferencia entre las cotas mínima y máxima alcanzase a 9% (Banco de México, 1993).

<sup>22</sup> Este precio no constituye una tasa de cambio en el sentido estricto, ya que no se aplica a una operación de compra y venta de divisas, sino que refleja el precio de liquidación de un papel en el momento de su vencimiento. Esto es, la tasa de cambio oficial corresponde al precio de redención pagado, en pesos, por el Banco de la República al momento de recompra del certicambio (Cárdenas, 1993). En el momento de su emisión, los certicambios pueden ser vendidos en el mercado secundario con un descuento que fluctúa en una banda que va de 5.5% a 12.5%. El precio de estos certificados en el mercado secundario es equivalente a la cotización del dólar, la que se conoce como tasa representativa.

en el sistema financiero interno. Se abandonó la política de esterilización activa seguida durante los primeros nueve meses de 1991, y la política monetaria se fue orientando hacia una paulatina eliminación de la diferencia entre la tasa de interés interna y la internacional. El objetivo era desestimular el ingreso de capitales especulativos, aun a costa de permitir un aumento de los medios de pagos superior a los observados en el período anterior. A pesar de este aumento, el ritmo inflacionario se redujo durante 1992 y 1993 (Carrasquilla, 1993; Garay, 1993).

Otras medidas tendientes a reducir la entrada de capitales fueron la aplicación, en junio de 1991, de un impuesto de 3% a las transacciones en divisas generadas por servicios personales prestados en el exterior y sobre otros tipos de transferencias. En febrero de 1992 el Banco de la República elevó la comisión cobrada por la compra de divisas de 1.5% a 5% (FMI, 1993).

Por último, para apoyar la aplicación de una política monetaria de corte no esterilizador, en la reforma tributaria aprobada en junio de 1992 se estableció una medida para regular el ingreso de divisas por concepto de servicios, como mecanismo para influir sobre la entrada de capitales, y a la vez se flexibilizaron las regulaciones de la salida de capitales.<sup>23</sup>

En los cuadros 2 y 3 se presentan indicadores económicos para los cuatro países examinados. Se aprecia allí que si bien la entrada de capitales desde comienzos de los años noventa ha repuntado en todos ellos, su intensidad y periodicidad han sido diversas, observándose que en Chile y México representa una mayor proporción del PIB.

En los cuatro países la entrada de capitales ha estimulado tendencias a la reactivación económica, la apreciación del tipo de cambio real, aumentos del déficit en cuenta corriente y comercial, reducciones o incrementos moderados del ahorro nacional y diversos grados de éxito en materia inflacionaria.

Con relación al tipo de cambio real, los países que han adoptado —y mantenido— políticas de intervención esterilizadora (sin usar el tipo de cambio como ancla nominal) muestran menores apreciaciones del tipo de cambio real. Así, en Chile la apreciación fue del 4% entre 1991 y 1993. En cambio, en aquellos países que no realizan una intervención esterilizadora o lo hacen utilizando el tipo de cambio para fines de estabilización (México), o la abandonaron (Colombia), hubo una caída del tipo de cambio real. Entre 1991 y 1993 el tipo de cambio bajó 14% en Argentina, 12% en México y 14.2% en Colombia.

La distinta evolución del tipo de cambio real se ha reflejado necesariamente en las cuentas externas. Los países con menor grado de intervención tienden a mostrar mayores incrementos en el déficit comercial y de cuenta corriente del balance de pagos.<sup>24</sup>

En relación con los efectos de mediano plazo, el coeficiente de inversión muestra síntomas de recuperación en los cuatro países. Sin embargo, responde a una diferente combinación de ahorro nacional y externo en su financiamiento. El ahorro nacional es desplazado en menor medida por el ahorro externo en aquellos países que han aplicado activamente la intervención esterilizadora. Los coeficientes de inversión como proporción del PIB siguen estando por debajo de los niveles observados en 1980-1981. El país que más se aproxima a su nivel de esa época es Chile.

En cuanto a los procesos de estabilización, la reducción del ritmo inflacionario ha sido más marcada en países que han privilegiado el tipo de cambio como instrumento estabilizador, a la vez que han implementado políticas pasivas o de intervención moderada. En los otros países, en cambio, se aprecia una mayor inercia inflacionaria, con niveles de inflación moderados pero más altos.

<sup>23</sup> En enero de 1992 se facultó a todos los exportadores para mantener parte de sus ingresos en divisas en el exterior; con anterioridad, esto sólo era permitido a las empresas estatales exportadoras de petróleo y minerales, y a los exportadores de café; además, se autorizó a los residentes a mantener en el exterior activos por un monto de hasta 500 000 dólares sin permiso previo. En febrero del mismo año se redujo a un año el plazo

mínimo de maduración de los préstamos externos, que era de cinco años, con dos de gracia. Estos préstamos sólo se permiten si su objeto es financiar capital de trabajo e inversión fija (FMI, 1993).

<sup>24</sup> Si bien en 1993 en Chile hubo un aumento importante del déficit comercial y en la cuenta corriente éste no parece haber sido causado por incrementos bruscos de las importaciones sino más bien por una caída de las exportaciones.

CUADRO 2

**América Latina (cuatro países): Algunos indicadores económicos <sup>a</sup>**  
*(Porcentaje del PIB, a partir de cifras en dólares de 1980)*

	1976- 1979	1980- 1981	1982	1983 1989	1990	1991	1992	1993
ARGENTINA								
Entrada neta de capitales	1.7	1.6	1.6	1.5	1.0	3.3	7.4	4.2 <sup>b</sup>
Variación de las reservas	2.8	-2.5	-0.6	-0.4	2.4	1.6	2.6	0.8 <sup>b</sup>
Ahorro externo	-1.1	4.2	2.2	1.9	-1.3	1.7	4.8	3.4 <sup>b</sup>
<i>Efecto sobre la reactivación</i>								
Tasa de variación del PIB	3.9	-1.4	-3.1	0.1	-0.1	8.9	8.6	6.0
Importaciones de bienes	5.2	7.9	4.8	4.0	3.0	4.9	8.2	8.2 <sup>b</sup>
Inversión	25.2	23.7	19.2	17.0	13.3	15.3	18.5	...
PIB per cápita (dólares de 1980)	3 932	3 961	3 641	3 599	3 278	3 527	3 787	3 969
<i>Efecto sobre el mediano plazo</i>								
Ahorro interno (PIB-C)	28.6	22.3	25.0	24.2	26.6	23.5	22.1	...
Ahorro nacional (Y-C)	26.3	19.6	17.0	15.1	14.7	13.6	13.7	...
Exportaciones de bienes	8.3	7.8	8.7	9.7	14.9	13.5	12.4	6.5 <sup>b</sup>
<i>Saldos externos no financieros</i>								
Saldo comercial (M-X de bienes)	-3.0	0.2	-4.0	-5.7	-11.9	-8.5	-4.2	...
Cuenta corriente no financiera (M-X de bienes y servicios)	-3.4	1.4	-5.8	-7.1	-13.3	-8.2	-3.6	1.7 <sup>b</sup>
CHILE								
Entrada neta de capitales	6.1	15.5	4.3	4.7	7.9	3.6	8.0	7.1 <sup>b</sup>
Variación de las reservas	2.0	2.7	-5.6	0.3	6.0	3.2	5.8	1.9 <sup>b</sup>
Ahorro externo	4.2	12.7	9.9	4.4	1.9	0.4	2.2	5.2 <sup>b</sup>
<i>Efecto sobre la reactivación</i>								
Tasa de variación del PIB	8.2	6.6	-12.6	5.0	2.0	5.8	10.3	6.0
Importaciones de bienes	17.6	22.7	16.1	16.1	19.6	19.7	22.1	31.4 <sup>b</sup>
Inversión	14.1	22.2	11.5	14.5	18.1	17.4	20.1	...
PIB per cápita (dólares de 1980)	1 998	2 235	2 072	2 652	2 599	2 705	2 936	3 065
<i>Efecto sobre el mediano plazo</i>								
Ahorro interno (PIB-C)	14.2	15.0	15.7	23.8	27.6	28.6	29.3	...
Ahorro nacional (Y-C)	9.9	9.4	1.5	10.1	16.2	17.0	17.8	...
Exportaciones de bienes	18.9	17.1	21.5	24.9	26.9	27.3	28.3	31.4 <sup>b</sup>
<i>Saldos externos no financieros</i>								
Saldo comercial (M-X de bienes)	-1.3	5.5	-5.4	-8.7	-7.3	-7.7	-6.2	...
Cuenta corriente no financiera (M-X de bienes y servicios)	-0.1	7.2	-4.2	-9.3	-9.6	-11.2	-9.2	1.4 <sup>b</sup>
COLOMBIA								
Entrada neta de capitales	2.5	4.5	6.0	2.2	0.1	-1.0	0.6	3.0 <sup>b</sup>
Variación de las reservas	3.9	1.4	-2.4	0.1	1.2	3.6	2.3	0.2 <sup>b</sup>
Ahorro externo	-1.4	3.1	8.4	2.1	-1.1	-4.6	-1.7	3.2 <sup>b</sup>
<i>Efecto sobre la reactivación</i>								
Tasa de variación del PIB	5.7	3.3	1.0	4.2	4.0	1.9	3.6	4.5
Importaciones de bienes	11.0	13.4	15.1	10.9	10.2	8.7	10.7	23.0 <sup>b</sup>
Inversión	18.3	20.1	22.0	17.5	14.9	14.4	16.1	...
PIB per cápita (dólares de 1980)	1 138	1 308	1 213	1 445	1 444	1 447	1 473	1 486
<i>Efecto sobre el mediano plazo</i>								
Ahorro interno (PIB-C)	19.4	18.2	17.0	20.0	22.2	22.8	22.0	...
Ahorro nacional (Y-C)	19.7	17.0	13.6	15.4	15.9	19.1	17.9	...
Exportaciones de bienes	11.9	11.5	10.1	13.3	17.2	18.6	18.1	19.2 <sup>b</sup>
<i>Saldos externos no financieros</i>								
Saldo comercial (M-X de bienes)	-0.9	1.9	5.0	-2.4	-7.1	-9.9	-7.5	...
Cuenta corriente no financiera (M-X de bienes y servicios)	-1.1	1.9	5.0	-2.5	-7.3	-8.4	-5.9	3.8 <sup>b</sup>

Continúa en la página siguiente



Cuadro 2 (continuación)

	1976- 1979	1980- 1981	1982	1983 1989	1990	1991	1992	1993
MÉXICO								
Entrada neta de capitales	3.2	7.6	1.4	-0.4	4.7	8.4	8.9	8.5 <sup>b</sup>
Variación de las reservas	0.1	0.5	-1.8	0.1	1.3	3.1	0.4	1.3 <sup>b</sup>
Ahorro externo	3.1	7.1	3.1	-0.4	3.4	5.3	8.5	7.2 <sup>b</sup>
<i>Efecto sobre la reactivación</i>								
Tasa de variación del PIB	7.3	9.0	-0.6	0.7	4.4	3.6	2.6	1.0
Importaciones de bienes	6.9	11.3	7.4	8.1	14.5	16.3	19.9	26.5 <sup>b</sup>
Inversión	23.0	27.9	21.8	17.0	18.9	19.5	20.7	...
PIB per cápita (dólares de 1980)	2 275	2 462	2 703	2 473	2 456	2 491	2 503	2 470
<i>Efecto sobre el mediano plazo</i>								
Ahorro interno (PIB-C)	24.6	25.0	27.4	27.0	24.1	23.1	20.4	...
Ahorro nacional (Y-C)	19.9	20.9	18.7	17.4	15.5	14.2	12.2	...
Exportaciones de bienes	6.8	9.3	12.5	16.2	17.4	18.2	18.1	15.0 <sup>b</sup>
<i>Saldos externos no financieros</i>								
Saldo comercial (M-X de bienes)	-	2.0	-5.1	-8.1	-2.9	-1.9	-1.8	...
Cuenta corriente no financiera (M-X de bienes y servicios)	-1.6	2.9	-5.5	-10.0	-5.2	-3.6	0.3	5.5 <sup>b</sup>

Fuente: CEPAL, División de Estadística y Proyecciones Económicas, sobre la base de datos oficiales.

<sup>a</sup> C= consumo; Y= ingreso nacional bruto; M= importaciones; X= exportaciones.

<sup>b</sup> A partir de cifras en dólares nominales.

CUADRO 3

## América Latina (cuatro países): Tipo de cambio real y tasas de inflación

	1989	1990	1991	1992	1993
<b>ARGENTINA</b>					
Tipo de cambio real <sup>a</sup>	144.3	113.0	85.4	79.9	73.8
Inflación (IPC) <sup>b</sup>	492.3	134.4	84.0	17.7	7.7
<b>CHILE</b>					
Tipo de cambio real <sup>a</sup>	133.5	139.5	137.6	131.8	132.0
Inflación (IPC) <sup>b</sup>	21.4	27.3	18.7	12.7	12.2
<b>COLOMBIA</b>					
Tipo de cambio real <sup>a</sup>	152.7	172.5	173.0	154.8	148.3
Inflación (IPC) <sup>b</sup>	26.1	32.4	26.8	25.1	21.2
<b>MÉXICO</b>					
Tipo de cambio real <sup>a</sup>	110.4	107.4	98.0	90.7	85.4
Inflación (IPC) <sup>b</sup>	19.7	29.9	18.8	11.9	8.7

Fuente: CEPAL, 1993.

<sup>a</sup> 1985= 100

<sup>b</sup> IPC= Índice de precios al consumidor.

## V

## Conclusiones

La bondad de la política económica no debe evaluarse sólo sobre la base del acceso a los flujos de capitales externos, sino más bien por la capacidad de las autoridades para defender la estabilidad macroeconómica y los incentivos para que los agentes tomen decisiones sobre la base de metas de mediano y largo plazo. En este ámbito, la necesidad de intervenir surge como un intento de administrar el efecto de los flujos de capitales, ya que éstos afectan simultáneamente dos precios claves para la asignación de recursos: el tipo de cambio real y la tasa de interés real. El primero a través del efecto de los flujos de capitales sobre el mercado cambiario y el segundo a través de su efecto sobre el mercado de dinero.

Es importante recordar que los capitales externos son extremadamente volátiles. Según algunos estudios sobre los factores internos y externos que explican el resurgimiento de los movimientos de capitales en la región, los factores externos (particularmente la caída de la tasa de interés estadounidense) han tenido gran importancia en la evolución reciente de la cuenta de capitales de América Latina, y por lo menos en cinco países de la región ha sido el factor más importante (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993). Sin embargo, el acceso a los mercados de capital internacionales ha permitido disponer de financiamiento tanto para reactivar las economías como para continuar con la inversión necesaria para encauzarlas en una senda de crecimiento sostenible y sustentable.

Los instrumentos de política han de permitir a las autoridades guardar un balance adecuado entre los beneficios y los costos de regular y supervisar la entrada de capitales y sus efectos. Los beneficios surgen por la necesidad de aislar los mercados de dinero y cambiarios de los movimientos de capitales internacionales especulativos de corto plazo; de garantizar la administración de la política monetaria, cuando los objetivos de la política cambiaria y crediticia se vean amenazados; de evitar la sangría de la moneda nacional hacia los mercados internacionales en situaciones de oferta limitada de financiamiento externo, y de equiparar el costo de los créditos extranjeros para evitar un endeudamiento exce-

sivo del sector privado y el surgimiento de burbujas desestabilizadoras.

Los costos se generan porque las reglamentaciones excesivas generan incertidumbre, lo que atenta contra la innovación productiva; las regulaciones que van persistentemente contra las fuerzas del mercado terminan siendo violadas y conducen a mercados paralelos. Las que son excesivamente restrictivas también limitan el rango de riesgo, liquidez y plazos disponibles para los acreedores y deudores; disminuyen las oportunidades para las instituciones financieras con orientación internacional y podrían llegar a limitar el crecimiento económico al aislar al país de mayores oportunidades de financiamiento para el crecimiento y para amortiguar los choques transitorios de corto plazo.

Es posible identificar tres niveles de intervención: un primer nivel en el cual se intenta moderar el impacto sobre el tipo de cambio, a través de la compra de divisas (que implica la acumulación de reservas) por parte del Banco Central; un segundo nivel que se vincula con políticas de esterilización para disminuir el impacto monetario de la acumulación de reservas en el primer nivel de intervención; un tercer nivel en que se influye sobre los incentivos a la entrada de capitales, para alentar la afluencia de capitales de largo plazo que influyan directamente en la inversión.

En general los gobiernos han optado por una u otra de dos alternativas. Algunos han preferido la intervención no esterilizadora, que implica compras de reservas por el Banco Central, sin esterilizar su impacto monetario. Esta opción descansa en la liberalización de los movimientos de capitales, en el contexto de un compromiso con un tipo de cambio nominal de trayectoria controlada y con pérdida de control sobre los agregados monetarios. Otros se han inclinado por la intervención esterilizadora, que acumula reservas en un intento por mantener el tipo de cambio real dentro de ciertos rangos deseables en función de los objetivos de mediano y largo plazo, lo que implica un alto grado de intervención para esterilizar el efecto monetario de la acumulación de reservas.

La opción de esterilización implica costos,

mientras las tasas de interés que debe pagar el Banco Central sobre sus pagarés son mayores que las que obtiene sobre sus colocaciones en moneda extranjera. Estos costos no son inevitablemente permanentes.

La mayoría de los países de la región han optado en algún momento por la intervención esterilizadora, enfrentando severos conflictos entre el manejo de sus políticas cambiarias y monetarias. Para moderar tales conflictos se han utilizado medidas complementarias: disciplina fiscal para regular la demanda agregada; fondos de estabilización de los precios de los principales productos de exportación (por ejemplo, del cobre en Chile y del café en Colombia) para suavizar los impactos de los ciclos de precios de estos productos; política de ingresos para adaptar los precios relativos de los factores a los cambios de productividad, y medidas para cambiar la composición de los flujos, privilegiando aquellos de largo plazo (mediante intervenciones en el tercer nivel —encajes o impuestos— y medidas cambiarias que generen mayor incertidumbre para operaciones con capitales de corto plazo).

Con el manejo cambiario se busca, además de aminorar las tendencias a la apreciación real, desestimular el arbitraje internacional de tasas de interés. Esto se hace en particular acentuando la incertidumbre sobre la evolución del precio de la divisa con

mecanismos que den más margen a la intervención de la autoridad. Por ejemplo, se puede permitir la flotación sucia dentro de una banda preestablecida y en torno a un valor de referencia de la divisa que se fija según las condiciones de mercado de los diferentes socios comerciales.

Las políticas de intervención esterilizadora, por actuar activamente sobre los agregados monetarios, evitan excesos de gastos —especialmente privados— al impedir aumentos artificiales y transitorios del gasto interno que resultarían en importantes caídas del ahorro nacional.

Las principales divergencias en los resultados obtenidos por países que han optado por una de estas dos alternativas se producen en la magnitud de la apreciación cambiaria y su efecto sobre la composición del desequilibrio de la balanza de pagos; en la velocidad con que se reducen las presiones inflacionarias, y en los efectos sobre el ahorro nacional y la inversión. La apreciación y su manifestación en déficit en las cuentas corriente y comercial de la balanza de pagos es mayor entre los que han optado por la no esterilización. Los logros en materia de reducción de la inflación son mucho mayores entre esos mismos países. Y el ahorro nacional es desplazado más rápidamente por el ahorro externo en esos mismos casos, afectando los niveles totales de inversión.

### Bibliografía

- Akyüz, Y. (1993): Financial liberalization: The key issues, Y. Akyüz y G. Held (eds.), *Finance and the Real Economy*, Santiago de Chile, Universidad de las Naciones Unidas (UNU)/ Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo/CEPAL/Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).
- Argentina, Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos (1993a): *Argentina en crecimiento. La reforma económica y sus resultados. 1989-92*, Buenos Aires, Secretaría de Programación Económica.
- (1993b): *Argentina en crecimiento 1993-95*, Buenos Aires, Secretaría de Programación Económica.
- Banco de México (1993): *The Mexican Economy, 1993*, México, D.F.
- Calvo, G., E. Leiderman y C. Reinhart (1993): Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors, *Staff Papers*, vol. 40, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Cárdenas, M. (1993): Flujos de capitales y mecanismos de estabilización macroeconómica en Colombia: 1991-92, M. Cárdenas y L.J. Garay (eds.), *Macroeconomía de los flujos de capital en Colombia y América Latina*, Bogotá, Fundación Friedrich Ebert (FESCOL).
- Carrasquilla, A. (1993): Acumulación de reservas y política macroeconómica: Colombia 1990-1992, M. Cárdenas y L.J. Garay (eds.), *Macroeconomía de los flujos de capital en Colombia y América Latina*, Bogotá, FESCOL.
- CEPAL (1990): *Transformación productiva con equidad. La tarea prioritaria del desarrollo de América Latina en los años noventa*, LC/G.1601-P, Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta S.90.II.G.6.
- (1992): *Equidad y transformación productiva: un enfoque integrado*, LC/G.1701/Rev.1-P, Santiago de Chile.
- (1993): *Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe 1993*, LC/G. 1794, Santiago de Chile.
- (1994): *América Latina y el Caribe: Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, LC/G. 800, Santiago de Chile.
- Corbo, V. y J. de Melo (1987): Lecciones sobre las reformas económicas en el Cono Sur, *Revista de economía*, vol. II, N° 1, Montevideo, Banco Central del Uruguay.
- Fanelli, J.M. y J. L. Machinea (1993): Capital movements in Argentina, documento presentado al Segundo Seminario CEPAL/CIID "New Private Flows into Latin America", Santiago de Chile, mimeo.
- Ffrench-Davis, R., M. Agosin y A. Uthoff (1993): Capital move-

- ments, export strategy and macroeconomic stability in Chile, documento presentado al Segundo Seminario CEPAL/CIID "New Private Flows into Latin America", Santiago de Chile, *mimeo*.
- Ffrench-Davis, R., R. Devlin (1993): Diez años de la crisis de la deuda latinoamericana, *Comercio exterior*, vol. 43, N° 1, México, D.F., Banco Nacional de Comercio Exterior, S.N.C.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (1993): *Recent Experiences with Surges in Capital Inflows*, Occasional Paper, N° 108, Washington, D.C.
- Garay, L.J. (1993): En torno al comportamiento bancario y a la estabilización macroeconómica en Colombia: enero 1991-julio 1992, M. Cárdenas y L.J. Garay (eds.), *Macroeconomía de los flujos de capital en Colombia y América Latina*, Bogotá, FESCOL.
- Gurría, J. A. (1993): Capital flows: The Mexican case, documento presentado al Segundo Seminario CEPAL/CIID "New Private Flows into Latin America", Santiago de Chile, *mimeo*.
- Guzmán, J. (1993): Monetary and exchange policies in the face of large inflows of foreign capital: The Mexican case, *Money Affairs*, vol. VI, N° 1, México, D.F., Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).
- Held, G. (1993): Regulación, supervisión y estabilidad de las instituciones financieras y los mercados de capital en América Latina y el Caribe, Santiago de Chile, CEPAL, Unidad de Financiamiento, División de Comercio Internacional, Transporte y Financiamiento, *mimeo*.
- Ramos, J. (1986): *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-1983*, Baltimore, Johns Hopkins University Press.
- Zahler, R. (1992): Política monetaria con apertura de la cuenta de capitales, *Revista de la CEPAL*, N° 48, LC/G. 1748-P, Santiago de Chile, CEPAL.

