

Distr.
RESTRINGIDA
LC/R.1559
19 de julio de 1995
ORIGINAL: ESPAÑOL

C E P A L

Comisión Económica para América Latina y el Caribe

MOVIMIENTOS DE CAPITALES: DESAFÍOS Y OPCIONES DE POLÍTICA

Documento preparado para la Reunión de Coordinadores Nacionales del Grupo de Río, celebrada en Quito, Ecuador, el 21 de julio de 1995.

95-7-830

ÍNDICE

	<u>Página</u>
INTRODUCCIÓN	1
1. Los flujos de capital hacia la región	1
2. Características de los flujos de capital recientes	3
3. Movilidad internacional del capital y apertura de la cuenta de capital	6
4. Flujos de capital y sus efectos macroeconómicos	9
5. Criterios de política	11
6. Políticas para la estabilidad y el crecimiento sostenido	14
7. Perfeccionamiento de los mercados financieros internos	16
8. Síntesis y principales conclusiones	17
BIBLIOGRAFÍA	20

INTRODUCCIÓN

A partir de inicios de la presente década, y debido a una combinación de factores externos e internos, la situación regional de los años ochenta, caracterizada por la transferencia negativa de recursos financieros, se revirtió y reapareció el financiamiento externo privado, con fuentes de financiamiento vigorosas y más diversificadas que antaño. En particular, se incrementa la inversión extranjera directa y de cartera a través de bonos, acciones —directamente o bajo la forma de ADRs y GDRs— y la participación de inversionistas extranjeros en los mercados emergentes.

La reinserción de la región en los mercados financieros internacionales ofrece una oportunidad de complementar el ahorro interno, para cumplir con las exigencias de la transformación productiva con equidad. De especial importancia es la contribución que el ahorro externo pueda hacer a la promoción de inversiones que incrementen la competitividad de las economías de la región y el bienestar de su población.

Sin embargo, la reversión de la tendencia del financiamiento externo neto, que pasó de una situación de marcada restricción a una de notable abundancia, en general, no se ha reflejado proporcionalmente en los niveles de inversión. Esos flujos, por su elevada magnitud, han generado asimismo en varios países algunos efectos no deseados, especialmente sobre el tipo de cambio y la oferta de dinero, y han aumentado la vulnerabilidad ante shocks externos. En ciertos casos, se han dado situaciones en las que esos efectos han actuado en detrimento del objetivo de proteger el sector productor de transables de las economías y han desviado ahorro nacional hacia el consumo de bienes importados.

1. Los flujos de capital hacia la región

Entre los factores que explican la reactivación de los flujos internacionales de capital hacia América Latina se encuentran tanto razones más bien permanentes como transitorias, asociadas estas últimas al ciclo económico de las naciones industrializadas y al grado de avance en las reformas económicas en la región. Si bien durante el período 1992-1994 los mayores flujos absolutos se concentraron en México, Argentina y Brasil, flujos de capital superiores a 5% del producto se dieron en 11 países de la región.

a) Globalización productiva e internacionalización financiera

Los mercados internacionales de capitales han crecido espectacularmente desde mediados del decenio de 1960. Si bien los movimientos de capital reflejan en parte la expansión de la economía mundial, el aumento del comercio internacional y la globalización de la producción, también están vinculados a factores puramente financieros que crecen a un ritmo notablemente más rápido. Los mercados internacionales de capitales han registrado un ciclo expansivo impresionante desde mediados

de los años sesenta. Este dinamismo se refleja en parte en que los movimientos diarios de fondos en los mercados internacionales de divisas arrojan actualmente un promedio cercano a un billón de dólares.¹ Por ende, en un solo día el monto de las transacciones supera el PIB anual de muchos países industrializados y es equivalente a más de un cuarto del valor anual del comercio mundial.²

b) Internacionalización de las carteras de inversionistas institucionales

Por otra parte, se observa una creciente diversificación internacional de las carteras de inversionistas institucionales, tales como fondos mutuos, compañías de seguros, fondos de pensiones y corredores de valores. Estas carteras institucionales están absorbiendo un porcentaje creciente de los ahorros mundiales, y muestran una gradual y persistente orientación hacia los países en desarrollo.

Los activos manejados por los principales inversionistas institucionales en fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos mutuos en los países del Grupo de los Cinco en el año 1993 sumaron cerca de 13 billones de dólares. Dichos recursos muestran una creciente internacionalización, en tanto en 1980 sólo 4.8% de tales activos se traducían en inversiones internacionales y en 1993 ese monto ascendió a un 7% (900 mil millones de dólares).

La mayor tasa de crecimiento de las economías emergentes respecto de las industrializadas; la profundidad de las reformas económicas realizadas y la mayor integración a los mercados internacionales permiten proyectar un mayor retorno de las inversiones en economías emergentes. De allí que, superados los ajustes de cartera derivados de la crisis mexicana, sea posible esperar que las economías emergentes continúen ampliando su participación relativa en la cartera internacional de los inversionistas institucionales.

En 1993, los inversionistas institucionales del Grupo de los Cinco invirtieron, en promedio, menos del 1% de sus activos en mercados emergentes. Ganar un punto porcentual de participación en esa cartera representaría un flujo neto para las economías emergentes de 130 mil millones de dólares, es decir, poco más del monto total de recursos externos netos ingresados en 1994 a los países en desarrollo.

c) Ciclo económico y diferencias de rentabilidad

Entre los factores de índole más transitoria destacan el ciclo de baja actividad económica en los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), la caída de la tasa de interés internacional y el aumento de la rentabilidad de la inversión interna regional, producto de las reformas económicas y la gradual reducción del riesgo-país de estas inversiones.

El menor dinamismo económico de las naciones industrializadas permitió rebajas sustantivas en las tasas de interés, sin afectar los objetivos antiinflacionarios. La tasa LIBOR de corto plazo en dólares cayó de un promedio anual de 11% en el período 1979-1988 a 9% en 1989. A partir de 1992, dicha tasa se redujo a menos de 4%, su nivel más bajo en 30 años. La caída en términos reales fue más aguda: de promedios anuales de 4.4% en el período 1979-1989 a menos de 1% en 1992-1993. Esto, junto con la

¹ Trillions en la terminología estadounidense.

² Las exportaciones mundiales ascendieron en 1993 a un total de 3.7 billones de dólares.

caída de los rendimientos en los mercados inmobiliarios y de las tasas de utilidad de las empresas en Estados Unidos, aumentó el atractivo de las inversiones en América Latina, región que ofrecía elevados rendimientos a los capitales de corto y mediano plazo.

Por otra parte, como consecuencia de la caída de la tasa de interés internacional y de la mayor oferta de fondos, se reducía el riesgo de devaluación y otro tanto ocurría con el riesgo-país de estas inversiones. Parte importante del capital externo aprovechó las importantes ganancias en dólares ofrecidas por las bolsas de valores en la región. Las privatizaciones fueron otro mecanismo que incentivó el flujo de capitales externos hacia la región (43 mil millones de dólares entre 1991 y 1993).

Finalmente, y no menos importante, la reorientación de la política económica de la región favoreció estructuralmente la captación de recursos externos. Las reformas económicas han aumentado la rentabilidad de la inversión, han estabilizado las expectativas de los agentes económicos y han ofrecido al inversionista extranjero similares o aun mejores condiciones que a los inversionistas locales. La liberalización de las transacciones de capital, bastante abrupta en varios casos, redujo los costos de transacción y los riesgos asociados al movimiento internacional de capitales. La combinación de elevadas tasas reales en moneda nacional y revaluaciones cambiarias, que encarecían aún más el costo del crédito interno respecto del externo, incentivaron a las empresas en condiciones de acceder al crédito externo a buscar capital de trabajo y financiamiento de mediano plazo en el exterior.

2. Características de los flujos de capital recientes

a) Aumento masivo de la escala de los flujos de capital

La afluencia neta de capital hacia América Latina alcanzó en 1992-1994 un récord, puesto que ascendió en promedio a casi 60 000 millones de dólares anuales. Los flujos netos de capital como proporción del PIB (a precios corrientes) alcanzaron a 5% en 1992-1994, porcentaje superior al máximo histórico anterior (4.5% en 1977-1981). (Véanse los cuadros 1 y 2.)

Especialmente espectacular fue el pronunciado aumento de los flujos de capital hacia México (véase nuevamente el cuadro 1), donde los ingresos netos fueron cercanos a cero en el período 1983-1990, mientras que en 1992-1994 excedieron del 8% del PIB, cifra muy superior a la participación exhibida en el período 1977-1981. También Argentina y Chile registraron grandes aumentos de sus flujos de capital a comienzos del decenio de 1990, pero éstos fueron menos espectaculares que los de México.

b) Diferente composición de los flujos

Una segunda tendencia importante de los flujos de capital hacia América Latina es la apreciable diversificación de las fuentes y, sobre todo, el cambio de su composición respecto del anterior período de afluencia, previo a la crisis de la deuda externa. La participación de la inversión extranjera directa se duplicó entre 1977-1981 y 1991-1992; el capital accionario en cartera surgió como nueva fuente de financiamiento para la región y aumentó su importancia aún más en 1993 y 1994, al igual que los bonos, en tanto que la participación de los préstamos de bancos comerciales ha disminuido notablemente.

Cuadro 1

FLUJOS NETOS DE CAPITAL HACIA AMÉRICA LATINA*

(Promedios anuales)

Flujos netos totales (en miles de millones de dólares)					Porcentaje del PIB ^b			
	1977-1981	1983-1990	1990-1991	1992-1994 ^c	1977-1981	1983-1990	1990-1991	1992-1994 ^c
América Latina y el Caribe	29.4	9.6	27.8	61.1	4.5	1.3	2.6	5.0
Argentina	1.9	1.4	1.1	10.6	2.0	2.1	0.6	5.1
Chile	2.6	1.5	2.3	3.1	12.7	7.0	7.3	7.8
México	8.2	0.8	16.3	25.2	5.1	0.2	6.3	8.5

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), América Latina y el Caribe: políticas para mejorar su inserción en la economía mundial (LC/G.1800/Riv.1-P), Santiago de Chile, 1995, capítulo IX. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.95.II.G.6.

* Incluye capital de largo plazo y corto plazo, transferencias unilaterales oficiales y errores y omisiones.

^b Estimaciones aproximadas que son extremadamente sensibles al tipo de cambio usado para la conversión del PIB en moneda nacional a dólares estadounidenses; para 1990-1994 se usó un promedio de dos estimaciones: una con tasa de cambio nominal derivada de la paridad real en 1990 y una basada en tasas corrientes de cada año.

^c Cifras preliminares que cubren aproximadamente hasta noviembre de 1994.

Cuadro 2

ACTIVOS TOTALES DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

(En miles de millones de dólares)

	1980	1988	1990	1991	1992
Fondos de pensiones					
Canadá	43.3	131.3	171.8	188.4	
Alemania ^a	17.2	41.6	55.2	58.6	67.5 ^d
Japón	24.3	134.1	158.8	182.3	191.9
Reino Unido ^b	151.3	483.9	583.5	642.7	
Estados Unidos	667.7	1 919.2	2 257.3	3 070.9	3 334.3
Compañías de seguros de vida					
Canadá ^c	36.8	85.5	106.1	118.1	
Alemania	88.4	213.6	299.5	325.7	375.3 ^d
Japón	124.6	734.7	946.9	1 113.7	1 214.9
Reino Unido ^b	145.7	358.9	447.9	516.7	
Estados Unidos	464.2	1 132.7	1 367.4	1 505.3	1 624.5
Compañías de seguros					
Canadá ^c	46.0	108.2	132.9	141.4	
Alemania	125.1	301.1	425.8	453.1	529.2 ^d
Japón	159.2	890.7	1 137.2	1 329.2	1 433.3
Reino Unido ^b	177.0	431.1	533.2	606.3	
Estados Unidos	646.3	1 586.6	1 896.6	2 096.9	2 253.2

Fuente: Para Canadá: Statistics Canada, Quarterly Estimates of Trusteed Pension Funds and Financial Statistics, varios números; Financial Institutions' Statistics, various números; Bank of Canada, Bank of Canada Review, varios números; para Alemania: Geschäftsbericht des Bundesaufsichtsamtes, varios números; para Japón: Bank of Japan, Economic Statistics Monthly, varios números; para Estados Unidos: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, Flow of Funds Account, Washington, D.C.; para el Reino Unido: Central Statistical Office, Financial Statistics, varios números.

^a Fondos de pensiones para 1980 y 1988.

^b Las cifras de la primera columna corresponden a 1981.

^c Activos de tenencia canadiense.

^d Cifras corresponden a septiembre de 1992.

3. Movilidad internacional del capital y apertura de la cuenta de capital

a) Apertura financiera y tipo de cambio real

La movilidad internacional del capital desempeña varios papeles de gran significación para el desarrollo. Dos de ellos destacan por sus alcances macroeconómicos: i) la movilización de ahorro externo hacia países con escasez de capital y ii) el financiamiento compensatorio de shocks externos, que permite estabilizar el gasto interno. En estas dos dimensiones, el capital externo ha estado cumpliendo positivamente su función en América Latina y el Caribe en los años noventa, aun cuando sólo una fracción reducida del ingreso neto se ha reflejado en mayor inversión productiva.

Se supone que la apertura a los flujos internacionales de capital produce una entrada neta de éstos, dado que la tasa de interés interna, ajustada según las expectativas de devaluación y el riesgo-país, es superior a la externa. En un modelo estático y sin imperfecciones en los mercados, tal apertura es beneficiosa pues permite diversificar el riesgo y financiar un mayor nivel de inversión al reemplazar ahorro interno por ahorro externo de menor costo. Es decir, la apertura financiera, desde este punto de vista, produce una clara mejoría en la asignación de los recursos de ahorro e inversión.

El problema que plantea tal modelo estático es que no considera los costos del proceso de transición ni las características empíricas de los mercados. Por cierto, cuanto más lejos estén éstos de la perfección, mayores serán los costos de la transición.

La apertura de la cuenta de capitales tiende a igualar las tasas de interés interna con las internacionales, lo que eleva la inversión y reduce el ahorro interno, y se refleja en un déficit en la cuenta corriente. El monto de tal déficit será función de las diferencias previas entre tasa interna y externa, y de la sensibilidad del ahorro y la inversión a la tasa de interés.

La experiencia ha demostrado que si la apertura es muy abrupta y se produce un ingreso masivo de capitales, el déficit en cuenta corriente puede asumir proporciones que afecten severamente los equilibrios macroeconómicos y además sean insostenibles en el mediano plazo. Cuando ello acontece, rápidamente se incrementan el riesgo-país o las expectativas de devaluación, con lo que el flujo de capitales tiende a revertirse, e induce severos procesos de recesión o devaluaciones traumáticas para compensar el desequilibrio externo.

La sola capacidad de acceder a los flujos financieros externos no asegura que se fortalezcan automáticamente los procesos de ahorro e inversión. Esto obedece a severas imperfecciones en los mercados financieros internos y externos, que limitan la capacidad de asignar eficientemente los recursos, en particular a inversión en sectores productores de transables.³

³ Entre las principales imperfecciones de los mercados financieros destacan la creación de "burbujas financieras", la selección adversa y los riesgos morales. Entre las primeras, se encuentran créditos de alto riesgo, fuertes alzas de precios de los valores bursátiles, los bienes inmobiliarios y otros activos. La "selección adversa" alude al hecho que en determinados momentos una tasa de interés más elevada sólo atraerá a los deudores más riesgosos, comprometiendo la calidad global de la cartera de préstamos del sistema bancario. El "riesgo moral" refleja aquellas situaciones en que la existencia de un seguro explícito

En ausencia de un incremento fuerte y sostenido de la tasa de inversión, la concreción de la convergencia de tasas de interés puede exigir bruscos cambios en los precios relativos internos. Así, por ejemplo, un ingreso masivo de capitales presiona al alza de los precios de los activos internos —precio de la tierra, propiedades y acciones—, por lo que genera un "efecto riqueza" que incentiva el consumo e incrementa el déficit en cuenta corriente.

La adecuación de la política económica debe evaluarse, entonces, de acuerdo con su capacidad de facilitar un acceso estable a los flujos externos, es decir, de facilitar aumentos constantes de la inversión, por encima de los permitidos por el nivel de ahorro interno. En especial durante ciclos de oferta abundante de fondos internacionales, esto obliga a privilegiar la capacidad de las autoridades nacionales para defender la estabilidad macroeconómica, de los precios relativos y de los incentivos de los agentes económicos para tomar decisiones sobre la base de metas sostenibles de mediano y largo plazo. La necesidad de intervenir para regular el efecto de los flujos de capitales se justifica debido a que éstos afectan simultáneamente dos variables claves para la eficiente asignación de recursos: el tipo de cambio real en el mercado cambiario y la tasa de interés real en el mercado monetario.

¿Cuál es la importancia de defender un determinado nivel del tipo de cambio real? En efecto, según un argumento muy difundido, más vale dejar este instrumento librado a la acción del mercado, dejándolo caer hasta un nivel en que el propio mercado efectúe las correcciones necesarias. Estas correcciones operarían a través del aumento del riesgo-país o de las expectativas de devaluación, con lo que la tasa interna, corregida según el riesgo-país y las expectativas de devaluación, nuevamente se equipararía con la internacional y se interrumpiría el flujo de capitales.

La respuesta a tal situación es doble; por una parte, depende de la naturaleza de los flujos de capital —transitorios o permanentes— y por otra, del impacto real y macroeconómico de la volatilidad del tipo de cambio. Si el acrecentado flujo de recursos externos respondiese a cambios permanentes o a fuerzas estructurales, no tendría sentido defender un tipo de cambio más alto que el indicado por las variables fundamentales de la economía. Con ello se estaría sacrificando crecimiento e imponiendo artificialmente una tasa de inflación mayor a la de equilibrio. Sin embargo, si el carácter básico del flujo de capitales responde a consideraciones transitorias o especulativas, el análisis es distinto. En tal caso, dejar caer el tipo de cambio conduciría a déficit insostenibles en el mediano plazo, incidiría negativamente en la inversión y el sector productor de transables de la economía, obligando a posteriores ajustes en la actividad económica para readecuarla a los valores permanentes de los flujos externos.

La volatilidad en un precio relativo tan decisivo como el tipo de cambio tiene efectos adversos sobre la inflación, los flujos de comercio y la inversión, debido a que contribuye notablemente a crear incertidumbre. Si el tipo de cambio permanece por debajo de su nivel de equilibrio de largo plazo por un lapso prolongado, afecta negativamente al sector de transables de la economía, puesto que desincentiva la inversión en exportaciones y en sustitutos de importaciones. Este resultado es particularmente peligroso en aquellas economías cuyo sector exportador ha sido definido como el propulsor de su crecimiento. La ineficiencia de esta política es particularmente nítida si, como se ha mencionado, más temprano que tarde el tipo de cambio ha de volver a sus niveles de equilibrio de largo plazo.

Lamentablemente, cuando esto sucede no se recuperan automáticamente las empresas que quebraron ni las inversiones que no se realizaron, como consecuencia de un tipo de cambio que no remunera

o implícito de los depósitos acentúa comportamientos económicos riesgosos.

adecuadamente las inversiones en transables. Lo que sí es inmediato es el impacto en los precios, derivado de fuertes devaluaciones.

b) Gradualidad y secuencia de la apertura de la cuenta de capital

En la historia latinoamericana se han dado períodos caracterizados por una gran entrada de capitales, seguidos en varias ocasiones por períodos de crisis de la deuda. Esto ha dado origen a un amplio debate en relación con la dinámica del proceso de apertura de la cuenta de capitales. Actualmente, existe cierto consenso de que dicha apertura debe darse de manera secuencial, y de que es recomendable que ocurra con posterioridad a la consolidación de otros procesos de liberalización, en particular el comercial y el del mercado financiero interno.

En lo que se refiere a la velocidad del proceso de apertura de la cuenta de capitales, para mantener la estabilidad macroeconómica y del tipo de cambio real se requiere que dicho proceso sea acorde con la capacidad de las economías para absorber y asignar eficientemente los recursos externos. Podría ser conveniente liberalizar, en primera instancia, la entrada de capitales de largo plazo, antes de facilitar las transacciones de capital financiero de corto plazo. En cuanto a la salida de capitales, cabría dar prioridad a los créditos comerciales, lo que se relaciona con la promoción de exportaciones, y a las inversiones directas de empresas nacionales en el extranjero, también como una forma de mejorar su plataforma exportadora.

Una liberalización eficiente de la cuenta comercial requiere una devaluación real, tanto para ser exitosa como para reducir los costos de la transición productiva y ocupacional. La liberalización de la cuenta de capitales estimula el flujo de capitales externos, debido a las diferencias de interés, y conduce a una revaluación de la moneda. La experiencia ha demostrado que los mercados financieros se ajustan mucho más rápido que los mercados reales, por lo que lo más probable es que ante aperturas prematuras de la cuenta de capital se produzca una apreciación brusca, que envíe señales contradictorias con respecto a la apertura comercial y la cuenta de capitales.

En tal sentido, el consenso señala lo siguiente: i) la liberalización comercial debe preceder a la liberalización financiera respecto al exterior; ii) durante la transición de la reforma comercial, que puede durar cerca de una década, hay que mantener un estricto control de estos flujos financieros, para evitar la apreciación de la moneda, y iii) es preferible reducir las restricciones impuestas a la cuenta de capital una vez que la nueva estructura productiva se encuentre consolidada.

Para asegurar la estabilidad macroeconómica es aconsejable filtrar al máximo los movimientos financieros hacia la economía real, con vistas a transmitir solamente los cambios permanentes. Dado que los movimientos financieros son cada vez más determinantes en la definición del tipo de cambio y la tasa de interés, hasta predominar a veces sobre los adecuados valores de las variables macroeconómicas fundamentales, la política cambiaria y de tasas de interés no puede quedar librada a la volatilidad de los flujos de capitales. No es fácil discriminar entre movimientos transitorios y permanentes, pero aún peor es suponer que todos los movimientos de corto plazo son permanentes.

La insuficiente regulación financiera y la apertura indiscriminada de la cuenta de capitales terminan por transmitir toda la volatilidad de los mercados financieros a la actividad productiva. El tipo de cambio real deja de cumplir su función de asignador de recursos en la modernización productiva, lo que afecta el dinamismo de la inversión en transables.

4. Flujos de capital y sus efectos macroeconómicos

La cuantiosa afluencia de capital proporcionó el financiamiento necesario para continuar los programas de ajuste estructural iniciados por diversos países en el decenio de 1980. Sin embargo, planteó desafíos en cuanto a evitar el peligro de crisis financieras, a garantizar la estabilidad y sustentabilidad de los equilibrios macroeconómicos y a promover las inversiones.

Para la región en su conjunto, la entrada de capitales tuvo efectos positivos, ya que al remover temporalmente la restricción externa dominante permitió un uso más pleno de la capacidad productiva y, con ello, la recuperación de la producción, los ingresos y el empleo. La supresión de la restricción externa en los años recientes ha contribuido a la reanudación del crecimiento económico, cuya tasa anual aumentó de 1.6% en 1983-1990, a 3.4% en 1991-1993 (véase el cuadro 3, línea 17) y a 3.5% en 1994, tasas aún comparativamente bajas.

La recuperación se basó principalmente en que la mayor disponibilidad de divisas hizo posible financiar la expansión de las importaciones vinculadas a un aumento del uso de la capacidad productiva existente; a través de su efecto en la producción y los ingresos, esto ha reactivado la demanda agregada. El efecto expansivo se había generalizado en toda la región, con especial vigor en algunos países (como Argentina, Chile y Venezuela); sin embargo, hay excepciones. Así, México, si bien experimentó una afluencia especialmente cuantiosa de capital privado, no tuvo una recuperación importante del crecimiento durante el período. La medida en que la afluencia de capital privado se traduce en crecimiento está fuertemente influida por diversas condiciones: la distancia inicial entre el PIB efectivo y la capacidad productiva; la naturaleza de las políticas económicas internas, particularmente las macroeconómicas; las expectativas de los agentes económicos; los acontecimientos políticos, y factores externos, tales como los términos del intercambio.

La tasa de inversión, por su parte, recién en 1992 aumentó a un nivel superior al del promedio registrado en 1983-1990. Debe añadirse que sólo en algunos de los países de la región que han recibido entradas cuantiosas de capital, como Chile, dicha afluencia ha ido acompañada de un aumento apreciable de la tasa de inversión. Es así que, si se compara 1983-1990 con 1993, el ahorro externo captado se ha elevado en cerca de tres puntos porcentuales del PIB, en tanto que el coeficiente de inversión ha crecido sólo un punto. El resto se utilizó para el consumo y para compensar el deterioro de los términos del intercambio, con una merma del coeficiente de ahorro interno.

Junto con la recuperación económica, la celeridad con que la afluencia de capital removi6 la restricción externa y gener6 un superávit de fondos se tradujo en tendencias hacia la apreciación del tipo de cambio, la rápida reducción de los superávit comerciales y el incremento del déficit en cuenta corriente. Esas tendencias reflejaron, inicialmente, la recuperación de los niveles "normales" de demanda agregada, importaciones y tipo de cambio real, todos los cuales estaban condicionados por la restricción externa durante el período precedente. Sin embargo, la continua abundancia de capital tiende a prolongar esas tendencias a lo largo del tiempo y a generar desequilibrios insostenibles; así, las autoridades económicas se han visto enfrentadas a un dilema crucial para la estabilidad futura. Estas variables deben reflejar las condiciones de equilibrio de mediano plazo de los mercados internos de bienes y monetarios, así como la disponibilidad sostenible de flujos de ahorro externo.

Cuadro 3
AMÉRICA LATINA: INDICADORES MACROECONÓMICOS

	Miles de millones de dólares de 1980						Porcentajes del PIB					
	1976-1981	1983-1990	1991-1993	1991	1992	1993	1976-1981	1983-1990	1991-1993	1991	1992	1993
1. Afluencia neta de capitales	32.7	8.9	46.3	32.3	51.8	54.7	4.9	1.1	5.2	3.8	5.9	6.0
2. Cambio en las reservas	6.6	1.3	18.2	16.0	21.9	16.8	1.0	0.2	2.1	1.9	2.5	1.8
3. Ahorro externo (1-2)=8	26.1	7.6	28.0	16.2	29.9	37.9	3.9	1.0	3.1	1.9	3.4	4.2
4. Efecto en los términos de intercambio ^a	5.5	30.3	54.2	48.6	53.9	60.2	0.8	3.9	6.1	5.7	6.1	6.6
5. Déficit comercial	4.3	-54.9	-47.8	-54.7	-43.8	-45.0	0.6	-7.0	-5.4	-6.4	-5.0	-4.9
6. Servicios de factores	16.9	34.4	28.3	28.8	27.3	28.9	2.5	4.4	3.2	3.4	3.1	3.2
7. Transferencias unilaterales ^b	0.6	2.3	6.7	6.5	7.4	6.2	0.1	0.3	0.8	0.8	0.8	0.7
8. Déficit en cuenta corriente (4+5+6-7)=3	26.1	7.6	28.0	16.2	29.9	37.9	3.9	1.0	3.1	1.9	3.4	4.2
9. PIB	671.3	784.9	885.2	858.5	884.3	912.9	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
10. INB (Y=9-4-6+7)	649.5	722.4	809.3	787.5	810.5	830.0	96.8	92.1	91.4	91.7	91.7	90.9
11. Consumo	513.5	599.7	684.0	664.1	683.9	704.0	76.4	76.4	77.3	77.4	77.3	77.1
12. Inversión	162.2	130.3	115.0	139.6	156.6	163.9	24.2	16.6	17.3	16.3	17.7	18.0
13. Exceso de gasto con respecto al PIB (11+12-9)=5	4.3	-54.9	-86.2	-54.7	-43.8	-45.0	0.6	-7.0	-5.4	-6.4	-5.0	-4.9
14. Exceso de gasto con respecto al ingreso (11+12-10)=3	26.1	7.6	28.0	16.2	29.9	37.9	3.9	1.0	3.1	1.9	3.4	4.2
15. PIB per cápita (dólares de 1980)	2 044	2 013	2 036	2 013	2 034	2 061						
16. Y per cápita (dólares de 1980)	1 978	1 853	1 861	1 823	1 847	1 864						
17. Tasa de crecimiento del PIB (%)	4.6	1.6	3.3	3.5	3.0	3.2						
18. Tasa de crecimiento de las exportaciones de bienes	4.2 ^c	5.6	6.5	4.9	8.1	6.4						
19. Tasa de crecimiento de las importaciones de bienes	5.1 ^c	2.4	14.8	16.1	19.8	8.7						
20. Exportaciones de bienes	81.8	124.1	167.5	155.5	168.1	178.9	12.2	15.8	18.9	18.1	19.0	19.6
21. Importaciones de bienes	79.5	72.7	121.6	104.2	124.8	135.8	11.8	9.2	13.7	12.1	14.1	14.9

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras de la balanza de pagos y las cuentas nacionales de 19 países.

^a Recursos necesarios para cubrir la pérdida resultante del aumento del precio de los bienes importados en comparación con los bienes exportados por la región, medidos a precios de 1980.

^b Corresponde a los flujos privados en forma de donaciones y otras operaciones no oficiales registradas.

^c Corresponde a las tasas de crecimiento anual entre 1981 y los promedios de 1973-1975.

Los efectos de los nuevos flujos de capital no han sido los mismos en todos los países. Las diferencias están asociadas al acceso a dichos recursos, pero particularmente al uso que las economías de la región han dado al financiamiento internacional. Tanto en la capacidad de absorber esos flujos como en las políticas aplicadas por los países ha influido el grado de avance de cada país en el proceso de ajuste económico. De hecho, la renovación de los vínculos con los mercados financieros internacionales encontró a los países en diferentes etapas de sus programas de ajuste.

5. Criterios de política

Cuando las autoridades se ven ante una inesperada abundancia de financiamiento externo, que consideran en parte transitorio o que fluye con demasiada rapidez como para que la economía lo absorba con eficacia, pueden intervenir en tres niveles. En el primero, pueden actuar con el fin de moderar el efecto sobre el tipo de cambio, mediante la compra de divisas (es decir, la acumulación de reservas) por parte del banco central. En un segundo nivel, de mayor profundidad, pueden adoptar políticas de esterilización (por ejemplo, operaciones de mercado abierto en el país) para mitigar el efecto monetario de la acumulación de reservas en el primer nivel de intervención. En el tercer nivel, pueden aplicar medidas con respecto a los incentivos, sobretasas o controles cuantitativos, para regular la afluencia de capital e influir de esa manera en la composición y volumen de esta última. El objetivo es estimular la entrada de flujos cuyo volumen sea acorde con la capacidad interna de absorción de la economía, y encauzarlos hacia proyectos de inversión productivos, a la vez que se desalienta el ingreso de capital financiero de corto plazo.

a) Intervención no esterilizada

El primer nivel de intervención ha sido elegido con frecuencia por países que se plantean como principal objetivo la estabilización de precios, basada en un tipo de cambio nominal fijo como ancla, y que están dispuestos a aplicar una política monetaria pasiva. En estos casos, el banco central debe acumular considerables reservas internacionales a medida que compra las divisas aportadas por la afluencia de capital, sin esterilizar el efecto monetario de estas operaciones. La expectativa es que tanto las tasas de interés nacionales como las tasas de inflación convergerán rápidamente hacia niveles internacionales.

Gran parte del éxito de esta estrategia dependerá en definitiva de la confianza de los agentes económicos en la capacidad de las autoridades monetarias para mantener el tipo de cambio nominal. El resultado depende también de la relación que se establezca entre el tipo de cambio nominal y la inflación. Frente a componentes inerciales de la inflación o rezagos en el ajuste de las importaciones, el uso del tipo de cambio como ancla para estabilizar los precios internos puede causar acentuadas revaluaciones del tipo de cambio real, tendencia hacia aumentos excesivos del gasto agregado y cambios en la composición del gasto, sesgadas en desmedro de la producción de rubros comerciables. Depender en demasía de este enfoque para combatir la inflación es, sin duda, una estrategia de alto riesgo; si llegan a surgir desequilibrios importantes, las opciones de las autoridades a menudo se reducen a encarar una grave recesión o a adoptar medidas correctivas abruptas y desestabilizadoras. En verdad, hay quienes aconsejarían la alternativa de actuar directamente sobre la inflación mediante la aplicación de activas políticas fiscales, de ingresos y monetarias.

b) Intervención esterilizada

Este enfoque supone una esterilización de los efectos monetarios de la acumulación de reservas durante períodos de acrecentamiento de las entradas de capital. El propósito es aislar la oferta monetaria de las fuertes fluctuaciones derivadas de la movilidad del capital.

Este tipo de esterilización, si es eficaz, impide que bajen las tasas internas reales de interés y limita la expansión de la demanda agregada. Este segundo nivel de intervención ha sido preferido por los países que ya han superado situaciones recesivas y mantenido una política monetaria activa, a la vez que una postura más cautelosa en lo que respecta a las entradas de capital. Refleja una preocupación por el desarrollo sostenido del sector de rubros comerciables y por canalizar preferentemente el capital extranjero hacia el ahorro y la inversión en ese sector.

En las economías que se acercan al uso pleno de su capacidad productiva, la esterilización tiene la ventaja de ayudar a controlar el gasto e impedir una mayor apreciación cambiaria real. No obstante, esta opción supone que, si persisten las diferencias de las tasas de interés, se siguen estimulando las entradas de capital, lo que genera nuevas necesidades de esterilización; al mismo tiempo, la intervención puede ser una fuente de déficit cuasifiscales, puesto que el banco central coloca papeles en el mercado interno a tasas de interés más altas que las que obtiene sobre sus reservas internacionales.

La alternativa de la esterilización no está, pues, exenta de costos, si bien pueden ser reducidos en plazos cortos si el banco central mantiene un tipo de cambio real, ligado a una canasta de monedas que refleje la composición del intercambio comercial del país, que sea sostenible a mediano plazo. La tarea del Banco puede ser facilitada, y reducirse los costos, si adopta una política de banda cambiaria con flotación "sucia", ya que así podría obtener ganancias por compraventa de cambios y compensar las pérdidas por diferencia entre tasas de interés.

Surgen mayores conflictos cuando el sistema tributario es muy poco flexible y las autoridades económicas nacionales no pueden usar este instrumento de política con el fin de contrarrestar los shocks internos o externos. Lo que sucede en estos casos es que los demás instrumentos suelen quedar excesivamente comprometidos; en efecto, las autoridades deben depender exclusivamente de medidas monetarias y cambiarias para moderar el gasto agregado o estimular la actividad económica. Un sistema tributario más flexible permitiría una mejor combinación de políticas, así como tipos de interés y de cambio más estables. Es también importante que se pueda mantener un nivel de gasto social e inversión pública acorde con los objetivos de desarrollo nacional.

c) La intervención esterilizada en la práctica

En la práctica, la alternativa de intervención esterilizada ha sido combinada con otras medidas de política destinadas a: i) influir sobre el mercado de divisas; ii) regular la demanda agregada por medio de mecanismos distintos de la tasa de interés; y iii) modificar el volumen y composición de los flujos de capital, ya sea directamente, mediante restricciones y recargos dirigidos en especial al capital de corto plazo, o indirectamente, por la vía de crear incertidumbre respecto del tipo de cambio entre los operadores de corto plazo. De las posibles medidas, cabe destacar las siguientes:

Para influir en el mercado cambiario:

i) Aumentar la demanda de divisas mediante incentivos a la salida de capital durante períodos de superávit; para lograrlo se pueden relajar las reglas que rigen las inversiones de nacionales en el exterior y la repatriación de la IED, así como autorizar a deudores para que efectúen pagos anticipados; ii) estimular inversiones intensivas en bienes de capital e insumos importados; iii) aplicar políticas que promuevan el aumento de la productividad de acuerdo con el nivel de apreciación cambiaria.

Para controlar la demanda agregada:

i) Adoptar mecanismos para regular los sistemas financieros con el fin de evitar distorsiones y fortalecer los puntos débiles en la supervisión y reglamentación del sistema financiero (véase CEPAL, 1995, caps. VII y XII); ii) imponer disciplina fiscal para reducir las presiones adicionales sobre la demanda; iii) complementar las políticas cambiarias con acuerdos sociales relacionados con los precios y los salarios (como en México).

Para modificar la composición de los movimientos de capital:

i) Aplicar medidas cambiarias indirectas destinadas a reducir el ingreso (y aumentar el egreso) de capital de corto plazo, mediante la introducción de cierta incertidumbre con respecto a la evolución del tipo de cambio de corto plazo, por intermedio de la intervención del Banco Central en la determinación de este valor; ii) adoptar medidas directas para restringir la afluencia de capital, que pueden consistir en fijar reservas obligatorias, sin interés, con respecto a depósitos bancarios u otros créditos del exterior, y diversos tipos de requisitos en cuanto a períodos mínimos de vencimiento, volúmenes mínimos para las emisiones de bonos, y reglas sobre la participación del capital extranjero en el mercado de valores.

Chile es un buen ejemplo de un país que despliega una serie de políticas en los tres niveles, hasta la fecha con notables resultados en lo que atañe al crecimiento, la estabilidad de los flujos, el aumento del ahorro interno y la inversión. Las autoridades chilenas optaron por la intervención porque querían regular la demanda agregada por medio de una política monetaria activa y también respaldar el dinamismo de las exportaciones, por la vía de influir a la determinación del tipo de cambio real en el corto plazo, sobre la base de dos supuestos: i) la autoridad monetaria tiene una apreciación mejor que la de los operadores acerca de las tendencias macroeconómicas futuras de la balanza de pagos y sus efectos a largo plazo en la economía, y ii) lo que es más fundamental, sus objetivos son de más largo plazo que los de los agentes que operan en los mercados de corto plazo (Zahler, 1992). Por consiguiente, frente a una intensa afluencia de capital, al interpretar que parte de ella tendría un carácter permanente, las autoridades permitieron cierto nivel de revaluación cambiaria. Sin embargo, moderaron en forma sustancial su magnitud mediante una intervención activa y bastante integral, que incluía el uso de varias formas de regulación del capital de corto plazo.

En una coyuntura de abundante oferta de fondos externos y tasas de interés internacionales comparativamente bajas, las políticas de intervención de tercer nivel, así como la intervención esterilizadora, al actuar sobre los agregados monetarios, evitan el exceso de gastos, especialmente privados, pues impiden aumentos artificiales y transitorios del gasto interno, que podrían redundar en importantes caídas del ahorro nacional e incrementos excesivos de pasivos externos, sin una expansión correspondiente de la capacidad productora de rubros transables.

6. Políticas para la estabilidad y el crecimiento sostenido

Promover una estrategia de transformación productiva con equidad requiere un fuerte compromiso con políticas que fomenten el ahorro nacional y canalicen esos recursos de ahorro hacia el desarrollo de la capacidad productiva. Mientras mayor sea el componente interno que financie la inversión, más sustentable será el crecimiento.

La reactivación económica observada en varios países de la región a comienzos de los noventa, apoyada en la remoción de la restricción externa, está aún limitada por la capacidad productiva disponible. En forma progresiva, varios países se han ido aproximando a su frontera productiva. Se plantea entonces, por una parte, la necesidad de regular la evolución de la demanda agregada, para evitar rebrotes inflacionarios o déficit excesivos en el sector externo. Por la otra, se hace más urgente la tarea de incrementar la inversión para sostener el crecimiento del PIB con aumentos de la capacidad productiva y de la producción de rubros transables. Una vez superada la crisis de la deuda, es éste el terreno en el que deberá actuar la política macroeconómica de los países de la región.

En dicho plano, el desafío es intentar administrar la demanda agregada y su composición. Los instrumentos disponibles son las políticas fiscal, monetaria y cambiaria. Ante la ausencia de una política fiscal activa, los instrumentos para lograr este propósito se reducen a controlar simultáneamente la tasa de interés real (como herramienta de política monetaria para las políticas de estabilización y control del gasto agregado interno) y el tipo de cambio real (como instrumento de política comercial para promover el crecimiento de la producción de rubros transables e incidir en la composición del gasto agregado).

El conflicto se origina cuando la tasa de interés congruente con el objetivo de limitar la inflación y de dar estabilidad a la actividad económica (mediante la esterilización de los efectos monetarios de la acumulación de reservas) es superior a la internacional ajustada según las expectativas de devaluación, lo que incentiva la entrada de capitales y refuerza la apreciación cambiaria, en detrimento del objetivo de proteger el sector de rubros transables de la economía. Si, por el contrario, se deja bajar la tasa de interés real interna, se perjudican ambos objetivos, pues el mayor gasto inducido por las menores tasas de interés presionará sobre los precios y se elevará rápidamente el déficit en cuenta corriente. Con ello surge el riesgo de un desequilibrio macroeconómico insostenible. La forma de resolver este conflicto es actuar, directa o indirectamente, sobre los flujos de capitales, como algunos de los países de América Latina y el Caribe lo han estado haciendo en los años noventa.

Para los efectos de diseñar la política económica, una de las principales interrogantes que enfrentan los gobiernos de la región se refiere a la posibilidad de distinguir entre los factores internos y externos que explican el resurgimiento de los movimientos de capitales en la región, por una parte, y por la otra, distinguir también entre los flujos de capital de corto plazo (cuyo carácter tiende a ser más especulativo) y los de mediano y largo plazo (más vinculados a inversión productiva). En esta perspectiva, sería deseable que el financiamiento externo contribuyera al proceso de inversión necesario para fortalecer la competitividad productiva, para lo cual correspondería estimular la entrada de capitales de largo plazo y desalentar la de aquellos de corte especulativo.

Desde el punto de vista de las políticas públicas, la forma ideal de evaluar una respuesta al resurgimiento de los flujos de capital sería separar sus componentes permanentes de los temporales. Si hay un flujo adicional permanente, fenómenos asociados —como la revaluación cambiaria, el aumento del déficit en cuenta corriente y el mayor consumo— podrían interpretarse como ajustes estabilizadores y, por ende, económicamente eficientes. Si los grandes flujos de capital son temporales, los movimientos

mencionados de las variables claves son distorsionantes, puesto que crean desequilibrios económicos y aumentan la probabilidad de ajustes futuros perturbadores con costos muy altos. Por supuesto, esta distinción entre permanente y transitorio es muy difícil de hacer en la práctica, pero hay medidas de política económica que pueden tener un efecto diferenciado en los flujos de capital de corto y largo plazo o en los flujos de inversiones productivas en comparación con flujos puramente financieros.

Las externalidades y otras imperfecciones importantes de los mercados de capital internacionales dan lugar, entre otras cosas, a ciclos frecuentes de abundancia y escasez de recursos y a crisis sistémicas, con el resultado de que incluso los flujos potencialmente permanentes pueden desaparecer de la noche a la mañana. En consecuencia, es siempre aconsejable que los gobiernos ejerzan cierto grado de precaución en lo que respecta a los flujos de capital con el fin de cautelar que su monto total y los principales componentes sean compatibles con la estabilidad macroeconómica, la inversión y el crecimiento basados en la competitividad internacional. Cabe señalar en especial que si el tamaño y la composición de los flujos de capital no concuerdan con esos parámetros, tarde o temprano su sustentabilidad se verá amenazada, haciendo necesario recurrir a ajustes nacionales socialmente costosos. Este problema del nivel y calidad de la capacidad interna de absorción se agrava por los riesgos inherentes a los shocks externos de corto plazo en los mercados financieros internacionales.

Como los flujos de capital pueden afectar las variables macroeconómicas nacionales, así como ser afectados por ellas, los gobiernos deben ejercer cautela en dos frentes. En primer lugar, deben evitar una situación en la que los flujos de capital creen valores atípicos o distorsiones importantes en los indicadores macroeconómicos fundamentales, como las tasas de interés y los tipos de cambio reales, el endeudamiento sectorial y nacional, la inflación (incluidos los precios de los activos), el consumo, la inversión y la producción de rubros transables.

En segundo lugar, los gobiernos deben evitar usar las entradas de capital como su instrumento principal para alcanzar un objetivo rígido o extremo respecto de una sola variable económica interna, especialmente durante un período prolongado; un caso frecuente es el de pretender frenar la inflación vía una apreciación cambiaria. Si lo hacen, generalmente desequilibran otras variables importantes, afectando de ese modo al propio instrumento que trataron de usar, vale decir, los flujos de capital.

Los flujos de capital no siempre son consistentes con los objetivos de estabilidad macroeconómica en su sentido amplio, con el crecimiento económico sostenido y la equidad social; se justifica por lo tanto cierto grado de "manejo" público directo o indirecto para así influir en el volumen y la composición de esos flujos.

En los períodos en que los recursos son relativamente escasos, como al parecer ocurriría a partir de 1995 en algunas economías, habría justificación para buscar formas específicas y más generales de atraer flujos de capital y erigir ciertas barreras para dificultar las salidas de éste. La reciente disminución de los flujos hacia gran parte de América Latina ilustra claramente la forma en que los flujos externos pueden agotarse y cuán importante es, en circunstancias como éstas, que los gobiernos hagan esfuerzos especiales para atraer flujos de capital. Correspondería lo contrario en los casos de una evidente abundancia de capital en los mercados, como sucedió en el período 1990-1993 en muchos países de América Latina: parece deseable en una coyuntura como ésa que se restrinjan ciertos tipos de afluencia de capital y se fomenten canales para su salida.

Hay diversas maneras de administrar los flujos de capital. Mientras más urgente sea la necesidad de administración, y más escaso sea el desarrollo de las políticas fiscales y monetarias, mayor

probabilidad habrá de que se justifique el uso de regulaciones directas aplicadas a ciertos tipos de capital externo, aunque sólo sea temporalmente. Por supuesto, los controles de cualquier tipo a menudo se consideran ineficientes y susceptibles de ser eludidos por operaciones cada vez más complejas de los mercados de capitales. Sin embargo, como lo señala Williamson (1992, p. 189), las "afirmaciones sobre la ineffectividad de controles de capital son sumamente exageradas". Según se mencionó anteriormente, el uso de dichos instrumentos naturalmente supone costos, pero éstos deben compararse con los beneficios sociales generales desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica, la inversión y el crecimiento, así como en comparación con la factibilidad y confiabilidad de otras formas de alcanzar el mismo objetivo. Como sostiene Zahler (1992), los posibles costos microeconómicos de regular los movimientos de capital pueden ser más que compensados por los beneficios resultantes de una mayor estabilidad macroeconómica.

Administrar los flujos de capital implica algunos costos. Sin embargo, la experiencia reciente ha demostrado dramáticamente que dejar siempre que el mercado determine el volumen y la composición de dichos flujos puede también entrañar costos, los que pueden ser notablemente mayores.

Entre las denominadas "economías emergentes", la chilena ha sido la menos afectada por las consecuencias de la crisis mexicana. La economía chilena se distingue porque, además de haber privilegiado una visión de conjunto de los equilibrios macroeconómicos, ha restringido las salidas de capital, ha desalentado el ingreso de los capitales de corto plazo con un elevado encaje y ha procurado incrementar el riesgo cambiario al aumentar la extensión de la banda cambiaria; en suma, ha adoptado un conjunto de medidas que buscan desincentivar el ingreso de los capitales de corto plazo y privilegiar los de mediano y largo plazo.

Los temas claves que hacen la diferencia entre Chile y el resto de la región están en: a) su alto nivel de ahorro interno, con un ahorro público elevado y sustentable; b) una política cambiaria que busca defender un nivel competitivo para el tipo de cambio real, sin subordinarse a objetivos antiinflacionarios, y c) las barreras que se han colocado a los capitales de corto plazo, privilegiando los de plazos largos.

7. Perfeccionamiento de los mercados financieros internos

La reorganización de los sistemas financieros, incluida la liberalización de los movimientos de capitales, debiera considerar de manera prioritaria la canalización de recursos hacia el ahorro y la inversión, en forma estrechamente vinculada al desarrollo de la capacidad productiva. Este rol no se ha enfatizado suficientemente en las reformas monetarias y financieras que tienen lugar en la región. Se requiere de una mayor preocupación por la relación entre el sistema financiero y los procesos de ahorro e inversión nacionales, así como entre dicho sistema y los mercados financieros externos.

La medida en que los flujos de capitales externos sean funcionales para una estrategia de transformación productiva con equidad depende en gran parte de las características de los mercados financieros internos. Esta afirmación se basa en la experiencia de la crisis de la deuda externa, ocasionada por fuertes entradas de créditos bancarios. Los mercados de capitales en esa oportunidad fueron incapaces de evitar la generación de "burbujas financieras", la selección adversa y los riesgos morales, características propias de los mercados financieros.

Los desafíos de una regulación financiera y prudencial de los mercados financieros internos se ponen de manifiesto al considerar la gran velocidad a la que pueden ingresar los fondos externos a dichos

mercados. De no mediar un activo desarrollo de instituciones e instrumentos financieros, entre ellos el de las propias instituciones públicas encargadas de la regulación y supervisión, la intermediación de estos fondos por sistemas financieros en rápido crecimiento podría llevar a distorsiones e inestabilidad macroeconómica, al canalizarse hacia créditos de alto riesgo (o "burbujas de crédito"), fuertes alzas de precios de los valores bursátiles existentes (o "burbujas bursátiles") y alzas en los precios de bienes inmobiliarios y otros activos.

Hay un claro déficit de políticas en la relación entre los mercados financieros y la formación de capital para el desarrollo, y se hace necesaria una institucionalidad que complete o perfeccione los mercados de acuerdo con tres criterios. Primero, incluir un segmento del mercado financiero dinámico de largo plazo, que permita el financiamiento de proyectos productivos. Esto implica desalentar los segmentos especulativos y concentrarse en capitales internacionales de largo plazo, acompañados por acceso a la tecnología y a los mercados de exportaciones. Segundo, promover el acceso al financiamiento de pequeñas y medianas empresas que se ven afectadas por la segmentación del mercado de capitales. Tercero, reconocer que la liberalización financiera de la cuenta de capital, mediante una apertura a las inversiones internacionales de cartera, está sujeta en países con mercados de valores "emergentes", a riesgos de sobreendeudamiento externo y de excesivas fluctuaciones bursátiles y cambiarias.

La preocupación por los riesgos asociados con los mercados financieros, como la generación de "burbujas" especulativas, implica la necesidad de adoptar mecanismos reguladores y de supervisión para asegurar la estabilidad de las instituciones financieras que operan en los mercados de capital. Esos mecanismos son fundamentales en las economías abiertas, de libre mercado. El fortalecimiento de la supervisión y regulación puede aminorar los riesgos mencionados y contribuir a que el proceso de atracción de inversiones de cartera del exterior sea más ordenado y estable. Naturalmente, una regulación eficaz exige que los países mejoren sus sistemas de seguimiento de los flujos de capital externo. Esto debe realizarse, en el caso de las instituciones financieras, no sólo en el plano microeconómico, sino también en el macroeconómico para asegurar que el nivel y la composición de los flujos de capital sean compatibles con la estabilidad económica.

8. Síntesis y principales conclusiones

La intensidad de los efectos de la entrada de capitales dependerá del conjunto de políticas internas. Por ejemplo, cuanto mayores sean el apoyo en capitales externos de corto plazo, el grado de integración bursátil y la apertura de la cuenta de capitales, mayor será el impacto interno de los shocks externos. Por cierto, la vulnerabilidad externa se acentúa cuando los fundamentos macroeconómicos están descuidados.

Aun con sólidas bases macroeconómicas, no es posible aislarse totalmente del impacto de acontecimientos financieros internacionales, dado que los mercados financieros tienden a sobre-reaccionar, acentuando la intensidad de los ciclos y la vulnerabilidad de la economía real frente a los movimientos financieros. Los capitales externos pueden favorecer el crecimiento con estabilización de precios, pero también pueden acentuar ciclos, forzando caídas de actividad y empleo y ajustes de salarios y precios en aquellos casos en que la expansión económica se haya apoyado excesivamente en capitales externos de corto plazo.

Los mercados financieros de corto plazo hacen pocas distinciones intrarregionales y tienen un fuerte componente pro-cíclico. Financian los excesos de gasto, acentuando los desequilibrios, pero tienden a emigrar ante las primeras señales de crisis externa, gestando crisis de liquidez y dejando al descubierto

la fragilidad de los equilibrios apoyados en capitales de corto plazo. Por lo tanto, la corrección de los errores de política económica debe hacerse con un menor ingreso externo, lo que acentúa el impacto adverso.

El acceso a los mercados financieros internacionales para las economías de la región es una oportunidad que puede aprovecharse más positivamente en la medida que la política económica interna se preocupe de:

i) **Aplicar políticas que promuevan el ahorro nacional**, público y privado, e intentar que tales recursos sean canalizados en una proporción importante hacia inversiones eficientes, fortaleciendo la competitividad internacional y la capacidad de crecimiento. Para ello es preciso absorber tales recursos en el contexto de una política de promoción de exportaciones sustentada en un tipo de cambio realista y estable, y complementada por un adecuado desarrollo tecnológico y de recursos humanos. Con ello se podrían generar los recursos externos suficientes para evitar futuras crisis de deuda.

ii) **Asegurar un acceso estable a los flujos de capital externo**, evitando que éstos contribuyan a distorsionar precios claves en la economía, como son el tipo de cambio y la tasa de interés. El tipo de cambio debe ser tal que estimule la competitividad internacional del aparato productivo; las tasas de interés reales, por su parte, si bien deben evitar la generación de un nivel excesivo de demanda agregada, deben mantener niveles relativamente bajos, para incentivar la inversión privada nacional, reducir riesgos de insolvencia en el sistema financiero y evitar distorsiones macroeconómicas. Varios países de la región han optado por la doble intervención en los mercados cambiarios y de dinero, acompañada por otras medidas, como encajes e impuestos y otras trabas a movimientos de capitales de corto plazo.

iii) **Fortalecer la supervisión y la regulación prudencial de instituciones financieras**, para asegurar que el incremento de los activos y pasivos generados por los flujos externos no ejerza presión sobre su solvencia futura. Es recomendable también fortalecer los mercados financieros, desarrollando su componente de largo plazo y reduciendo el efecto de segmentaciones, para que los recursos se asignen efectivamente conforme a una evaluación costo-beneficio de los proyectos.

iv) **Mejorar la información estadística relativa a los flujos externos** (tipos de flujos, volúmenes, costos y fuentes), así como a la acumulación de stocks de pasivos externos en el mercado financiero nacional.

En el plano de la política económica internacional, los países de la región deben prestar atención a los aspectos que pueden incidir en mejorar el nivel y la calidad de los flujos externos. Entre estos ámbitos, destacan los siguientes:

a) **Participar en deliberaciones internacionales sobre la regulación financiera**

Hay diversos foros mundiales, como la Organización Internacional de Comisiones de Valores, o de países industriales, como el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, donde se establecen normas orientadas a reducir el riesgo sistémico o a proteger a los inversionistas. Los bancos centrales y los gobiernos de la región debieran tener allí una participación activa, dado que un menor riesgo sistémico beneficia directamente a los países tradicionalmente más vulnerables a la inestabilidad financiera internacional.

b) Participar en las deliberaciones acerca de la coordinación de políticas macroeconómicas

Si bien es cierto que la coordinación macroeconómica entre las principales economías industrializadas no ha logrado grandes éxitos, no lo es menos que las condiciones macroeconómicas de esas economías siguen desempeñando un importante papel en las decisiones de inversión internacional. En tal sentido, los gobiernos de la región no debieran renunciar a la posibilidad de plantear sus inquietudes y puntos de vista a las autoridades de los principales países industriales, particularmente en lo que atañe a las posibles repercusiones de sus políticas macroeconómicas en las economías de la región.

c) Mayor transparencia informativa

La sustentabilidad de los flujos externos se vería favorecida con la provisión de información más fluida y permanente en la región respecto de la evolución de las condiciones de mercado y la medición actualizada del riesgo regional.

d) Favorecer el establecimiento de redes multilaterales de seguridad financiera

Esto requiere innovaciones institucionales en el plano multilateral. En un contexto de creciente globalización financiera se incrementa la probabilidad de riesgo sistémico en el sistema financiero internacional. En tal sentido, resulta conveniente avanzar hacia el establecimiento de una red multilateral de seguridad financiera, de manera de no afectar el acceso de las zonas de mayor crecimiento económico —las economías emergentes— a las fuentes de financiamiento externo. Ello involucra la necesidad de fortalecer el rol de las instituciones multilaterales de financiamiento, tanto en lo que se refiere a los recursos como a su capacidad de reaccionar con flexibilidad ante situaciones de emergencia, así como de mejorar su incidencia en la coordinación macroeconómica de las principales economías industrializadas.

Para ello es indispensable mejorar el seguimiento de los capitales de corto plazo y la transparencia de la información pública. Para acceder a tales redes, las entidades multilaterales deberían seguir más de cerca el movimiento de los flujos de capital de corto plazo y los países en desarrollo deberían promover una publicación más oportuna de estadísticas fidedignas sobre reservas internacionales, movimientos de capital, cifras fiscales, y otros aspectos semejantes.

BIBLIOGRAFÍA

- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1995), América Latina y el Caribe: políticas para mejorar su inserción en la economía mundial (LC/G.1800/Rev.1-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.95.II.G.6.
- Ffrench-Davis, R. y S. Griffith-Jones (1995), Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina: fuentes, efectos y políticas, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- Jiménez, F. (1995), "Políticas para el control de los movimientos de capitales financieros", serie Documento de trabajo, N° 35, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Williamson, J. (1992), "Acerca de la liberalización de la cuenta de capitales", Estudios de economía, vol. 19, N° 2, Santiago de Chile, Universidad de Chile.
- 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, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), diciembre.