

Distr.
RESTRINGIDA

LC/R.1631
12 de abril de 1996

ORIGINAL: ESPAÑOL

C E P A L

Comisión Económica para América Latina y el Caribe

**POLITICAS PARA EL CONTROL DE LOS
MOVIMIENTOS DE CAPITALS FINANCIEROS**

Este documento fue preparado por la Unidad de Financiamiento de la División de Comercio Internacional, Transporte y Financiamiento de la CEPAL. No ha sido sometido a revisión editorial.

96-4-306

INDICE

	<u>Página</u>
RESUMEN	.v
I. INTRODUCCION.	.1
II. EL PROBLEMA	.3
A. Efectos de la volatilidad de los movimientos de capitales sobre la inflación un enfoque a la Mundell-Fleminig.	.3
B. Efectos de la volatilidad de los movimientos de capitales sobre el tipo de cambio real y los sectores transables y no transables: un enfoque de determinantes reales y financieros.	.8
1. El mercado de activos	.9
2. El mercado de bienes.	.10
3. El equilibrio en los sectores real y financiero.	.11
III. ALTERNATIVAS FRENTE A LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL Y SUS CONSECUENCIAS	.18
A. ¿Porqué controlar los movimientos de capitales?. .18	.18
B. Controles de cambio.	.22
C. Regímenes cambiarios diferenciados para operaciones comerciales y de capital	.24
D. Esterilización de los efectos monetarios	.26
E. Impuestos a los ingresos de los capitales externos	.29
F. Encajes sobre las entradas de capitales.	.30
IV. RESULTADOS PRINCIPALES Y JERARQUIZACION DE POLITICAS. .30	.30
Bibliografía.	37

Resumen

En este documento se realiza una discusión acerca de las consecuencias de la volatilidad de los movimientos de capitales financieros y de las políticas encaminadas a enfrentarla.

Luego de la introducción, se realiza una discusión teórica acerca de las consecuencias de las fluctuaciones en los movimientos de capitales empleando dos enfoques teóricos complementarios. Por una parte se discuten los efectos de los movimientos de capitales sobre la inflación doméstica empleando el enfoque de Mundell-Fleming. Por otra parte, se estudian los efectos reales y financieros empleando un enfoque de economía dependiente.

En la tercera sección se discuten, desde un punto de vista de las políticas aplicables, las herramientas disponible para el control de los movimientos de capitales, su modo de operación y sus consecuencias. Se analizan aquí los controles cambiarios, regímenes de cambio diferenciados, esterilización de efectos monetarios de los movimientos de capitales, impuestos a los ingresos de los capitales externos y los encajes a estos influjos de recursos.

La sección final realiza una jerarquización de las alternativas de acción, según la fuente que ocasiona la volatilidad.

I. INTRODUCCION

Luego de una década de restringido acceso a los mercados financieros internacionales como consecuencia de la crisis de endeudamiento externo que afectó a la región a partir de 1982, varios países de América Latina han experimentado una fuerte afluencia de capitales externos durante los primeros años de la presente década. Dicha afluencia parece obedecer a varias circunstancias, entre las que cabe mencionar las siguientes. En primer lugar, una repatriación de capitales que dejaron la región durante el período 1978-1983, incentivados a retornar en el presente por mejores perspectivas económicas, resultado de la aplicación de amplios programas de reformas estructurales y políticas de estabilización que han logrado controlar el fenómeno inflacionario en un buen número de países.

En segundo lugar, la reducción de las tasas de interés en el mercado financiero internacional, particularmente en los Estados Unidos, ha inducido a los inversionistas a diversificar su cartera, incluyendo esta vez a Latinoamérica. Las reformas estructurales, entre ellas las que afectan a los sistemas financieros, introducidas por varios países de la región, que fortalecieron el papel del mercado en la determinación de tasas de interés y precios de activos así como en la asignación de recursos financieros, habrían contribuido a que los inversionistas extranjeros visualizaran estos sistemas como mejores riesgos que en el pasado. Este menor riesgo, unido a una menor tasa de interés en los Estados Unidos, incentivó entonces un mayor flujo de capitales hacia la región.

Destino importante de estas entradas de capitales ha sido la compra de títulos de empresas nacionales, tanto del área privada como de empresas públicas en proceso de privatización. En ambos casos, las expectativas de importantes ganancias de capital, derivadas de la subvaloración presente de acciones y títulos como secuela de mercados de capitales poco desarrollados o bien reprimidos pero en proceso de liberalización, han resultado ser un importante estímulo para el influjo de recursos externos.

El ingreso de estos capitales ha conllevado una expansión en la oferta monetaria por sobre lo esperado, provocando presiones inflacionarias y una apreciación real de la moneda nacional (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993a y 1993b). Ambas consecuencias resultan negativas para países que han venido desarrollando un largo esfuerzo de estabilización y que, como parte de la transformación productiva de sus economías, han potenciado el papel que el sector exportador desempeña como impulsor del crecimiento. De allí, entonces, que países que durante la década pasada experimentaron serias dificultades producto del escaso acceso a recursos financieros internacionales, se enfrenten paradójicamente en el

presente a la necesidad de encarar una afluencia masiva de recursos externos y de diseñar políticas apropiadas para moderar los efectos de su variabilidad.

Las dudas acerca de la permanencia de esta liquidez externa relativamente mayor, asociadas principalmente a la percibida transitoriedad de los factores antes mencionados y unidas a las lecciones de la experiencia de abundancia de recursos externos que se verificó entre 1978 y 1982, han originado planteamientos orientados a limitar tanto la entrada como la salida de capitales (principalmente de corto plazo). Se basan estas recomendaciones en que tales influjos ejercen una influencia (inicialmente) depresiva sobre el tipo de cambio real, deteriorando la rentabilidad de los sectores exportadores en momentos en que los países se encuentran empeñados en una política de promoción de sus exportaciones. En consecuencia, la posible reversión de los flujos externos, una vez que los factores transitorios dejasen de operar, encontraría a estas economías en un mal pie, con un desarrollo exportador aún incompleto. En la eventualidad de una reversión de estos flujos, se requerirían considerables alzas del tipo de cambio real, causando pérdidas de ingreso en amplios sectores. Por otra parte, la variabilidad del tipo de cambio real inducida por estos flujos y las posibles medidas correctivas, en caso de revertirse, desincentivarían la inversión, debido al incremento de la incertidumbre acerca del comportamiento de esta variable, debilitándose su capacidad para comunicar incentivos correctos.

En el presente documento se examinan los efectos que los flujos de capitales financieros de corto plazo conllevan para la estabilidad macroeconómica, la asignación de los recursos entre sectores transables y no transables, los fundamentos de una política de control de los movimientos de capitales y de las ventajas y desventajas que poseen algunos instrumentos empleados para tal fin. Sólo en algunos aspectos específicos nos referiremos a los posibles efectos de la inversión externa directa. En la segunda sección se discuten, desde un punto de vista formal, las consecuencias de corto y largo plazo derivadas de los movimientos de capitales, empleando para ello modelos basados en el enfoque de Mundell-Fleming y en el análisis de cartera de Tobin, Kouri y Porter, integrando factores financieros y reales en el problema. La tercera sección se inicia con la consideración de varios aspectos que, además de las eventuales consecuencias sobre la estabilidad macroeconómica de los flujos de capitales, otorgarían un fundamento más amplio a una política de control de su movilidad. Posteriormente se analizan las características que poseen los instrumentos de política que se han empleado para tal fin, destacando sus costos y beneficios. La sección final resume las principales conclusiones y jerarquiza las recomendaciones de política. Si bien en el documento por lo general no se mencionan países, esta discusión sintetiza el examen de algunas experiencias nacionales, varias de ellas consideradas en las referencias bibliográficas.

II. EL PROBLEMA

A. Efectos de la volatilidad de los movimientos de capitales sobre la inflación: un enfoque a la Mundell-Fleming

Con el fin de ilustrar los efectos de desestabilización introducidos por la variabilidad de los flujos de capitales, en esta sección utilizaremos dos modelos inspirados en el enfoque de Mundell (1963)-Fleming (1962). El análisis se centrará en los efectos de corto plazo, por lo cual supondremos que el ingreso Y , o equivalentemente el nivel del producto en ausencia de cambios en los términos del intercambio, permanece constante. El tipo de cambio nominal, para efectos de simplicidad, se mantendrá constante en un nivel creíble, por lo cual no existen expectativas de cambios en su valor.

La integración de los mercados de capitales nacionales con aquellos externos, más el supuesto simplificador de perfecta sustituibilidad de activos financieros domésticos y externos, permite expresar la tasa de interés interna, r , como:

$$r = r^* \quad (1)$$

siendo r^* la tasa de interés externa.

La tasa de interés externa, a su vez, sigue un camino aleatorio en torno a una tendencia μ .

$$r^* = \mu + \varnothing, \quad \varnothing = (0, s^2) \quad (2)$$

El gasto E se representa por una función simple, relacionado positivamente con el ingreso disponible Y_d , el gasto público G y negativamente con la tasa de interés real r .

$$E = E(Y_d, G, r) \quad (3)$$

Finalmente, la tasa de inflación π es una cierta función f de la diferencia entre el producto Y y el gasto.

$$\pi = f(E - Y) \quad (4)$$

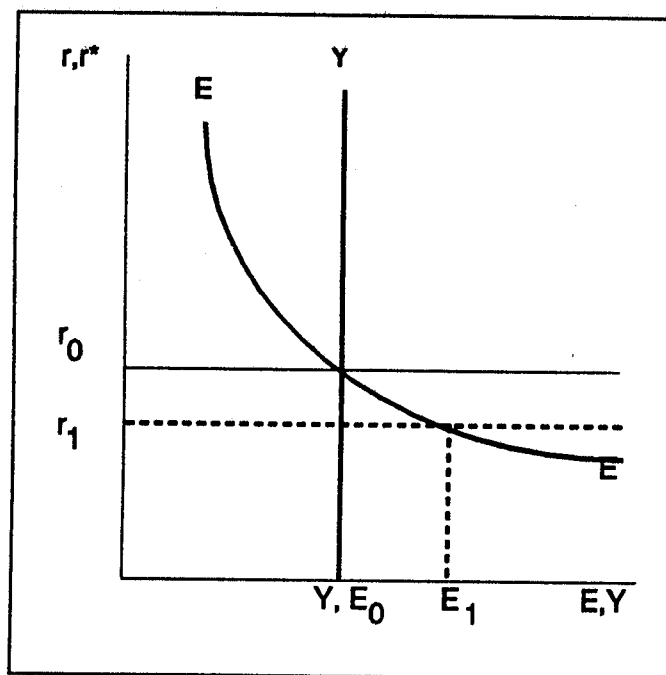
En estas condiciones, la variabilidad de la tasa de inflación es una función directa de la variabilidad de la tasa externa de interés. La varianza de la inflación puede ser aproximada por:

$$\text{Var} [\pi] = f^2 \text{Var}[E] = f^2 \text{Var}[(\partial E / \partial r) \text{Var}[r]] = f^2 (\partial E / \partial r)^2 s^2 \quad (5)$$

Los shocks en la tasa de interés externa afectarán al gasto interno, y con ello a la inflación, según la sensibilidad del gasto a las variaciones de la tasa de interés $(\partial E / \partial r)$ y el parámetro f , que representa la respuesta de la inflación a un exceso de demanda.

Las autoridades pueden estabilizar la tasa de inflación mediante cambios compensatorios en el déficit fiscal, empleando una regla de retroalimentación que correlacione negativamente los shocks de la tasa de interés externa con los cambios en el déficit público.

Gráficamente, el modelo se resume como sigue



La recta YY representa el ingreso, que en el corto plazo permanece constante; EE representa el gasto como una función positiva del ingreso y negativa de la tasa de interés. Una variación negativa en la tasa de interés externa de r_0 a r_1 induce a un exceso del gasto en relación al producto equivalente a $E_1 - Y$, presionando de este modo sobre la tasa de inflación. El efecto inflacionario que conlleva un incremento en el gasto podría contrarrestarse mediante una reducción del gasto público, gráficamente, desplazando la curva EE hacia la izquierda, eliminando el exceso de demanda.

Si bien lo anterior es posible, diversos factores pueden llevar a descartar esta alternativa de política. En primer lugar, progresivamente se ha ampliado el consenso en torno a la importancia que tiene la estabilidad de las reglas del juego en una perspectiva de promoción del crecimiento. Por tal razón, pocos recomendarían la utilización de la política tributaria como herramienta de estabilización de corto plazo (fine tuning), por cuanto ello introduciría una inestabilidad en los incentivos que otorga el sistema tributario, con consecuencias no deseables sobre

la asignación de recursos. Del mismo modo, tampoco parece recomendable que el gasto público esté sujeto a fluctuaciones frecuentes, particularmente cuando dichas oscilaciones pueden afectar a partidas de gasto que, por razones de largo plazo, resultan de importancia estratégica para el desarrollo de la capacidad competitiva del país.

Respecto de la política monetaria, cabe recordar que, en el contexto de una economía abierta, sustitución perfecta de activos domésticos y externos y tipo de cambio fijo, esta no es eficaz como herramienta de control de la demanda agregada.

El anterior modelo simplificado puede ampliarse fácilmente para tomar en cuenta uno de los principales canales a través de los cuales la afluencia de capitales externos afecta al gasto. De hecho, pese al desarrollo que ha alcanzado el sistema financiero en ciertos países, hay amplios segmentos del mercado que generalmente se enfrentan a una restricción de liquidez que limita su capacidad de gasto en el corto plazo al nivel del ingreso corriente. La disponibilidad súbita de recursos externos puede inducir a los intermediarios financieros a ampliar el crédito a segmentos que normalmente no cubre. El efecto de una mayor disponibilidad de crédito sobre el gasto puede ser considerable, como lo demuestran las experiencias de los países latinoamericanos del cono sur durante el período 1978-1982. Dado que tanto en experiencias anteriores como en la actual las reducciones de las tasas de interés internas han sido más bien modestas, es plausible que la influencia ejercida por el levantamiento parcial de las restricciones de liquidez sea de mayor significación para explicar el incremento en el gasto que se ha apreciado.

Ampliaremos, en primer lugar, la expresión para el gasto, con el fin de incluir, como medida de liquidez, los saldos monetarios reales, que se postula ejercen una influencia positiva sobre este.

$$E = E(Y_d, G, r, M/P) \quad (3')$$

Seguidamente, postularemos una función simple para el ingreso de capitales, como una función positiva del diferencial entre las tasas de interés interna y externa:

$$dK = dK(r-r^*) \quad (6)$$

Recuérdese que, para efectos de simplicidad de este modelo ilustrativo, hemos supuesto que el tipo de cambio permanece, creíblemente, fijo. No existen, en consecuencia, expectativas de cambio en la paridad.

Con el fin de otorgar significado a esta relación, es necesario reinterpretar la ecuación (1) como una condición de equilibrio antes que como una identidad aplicable en cada momento. Es decir, en un instante dado del tiempo las tasas domésticas y

externas pueden diferir, debido al lapso requerido para que se verifiquen los cambios de cartera que resultan en la igualación de tasas. Toda diferencia entre estas tasas inducirá flujos de capitales que, a través del cambio en la oferta monetaria, llevarán a su igualdad, eliminando de este modo el incentivo para subsecuentes flujos de capital.

Finalmente, suponiendo que el multiplicador de la base monetaria sea igual a la unidad, la identidad de las fuentes de emisión proporciona la relación entre los movimientos de capital y la variación de la oferta monetaria.

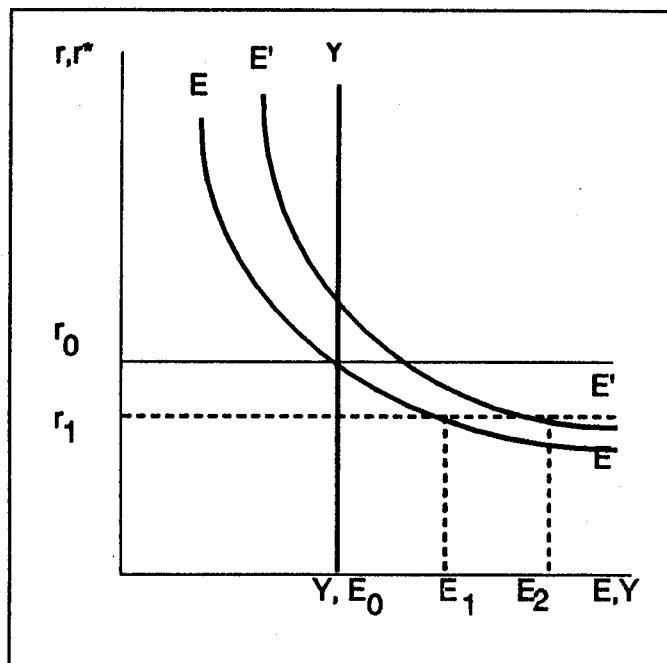
$$dM = (Y-E) + edK + dCp + dCg \quad (7)$$

Los dos primeros términos corresponden a la variación en las reservas internacionales, expresados en moneda nacional: $(Y-E)$, el superávit en cuenta corriente, y edK son los flujos netos de capital multiplicados por el tipo de cambio. dCp y dCg corresponden a las variaciones netas en el crédito al sector privado y al gobierno, respectivamente.

Una aproximación a la varianza de la inflación (4) se obtiene como:

$$\text{Var}[\pi] = f^2 \text{Var}[E] = f^2 \left[\frac{\partial E}{\partial r} + \frac{\partial E}{\partial M} e \frac{\partial dK}{\partial (r-r^*)} - \frac{\partial E}{\partial M} \frac{\partial E}{\partial r} \right]^2 s^2 \quad (5')$$

Como antes en (5), f representa el grado de respuesta de la inflación ante un exceso de demanda y s^2 la varianza de la tasa de interés externa. En comparación con (5) esta expresión incluye el término $\frac{\partial E}{\partial M} e \frac{\partial dK}{\partial (r-r^*)} - \frac{\partial E}{\partial M} \frac{\partial E}{\partial r}$, que corresponde al efecto adicional que tiene un relativo levantamiento de las restricciones de liquidez sobre el nivel de gasto. La primera parte de este término adicional representa las variaciones en el gasto originadas en los cambios en la liquidez causados a su vez por la respuesta de los flujos de capitales a la tasa de interés externa. La segunda parte representa las variaciones en el gasto originadas en el efecto monetario de los cambios en la cuenta corriente inducidos por fluctuaciones en la tasa de interés. Si, como corresponde a la mayoría de los casos, ante variaciones de la tasa de interés externa la respuesta de la cuenta de capitales es mayor que la de la cuenta corriente, la suma de estos dos términos será positiva. Puesto que se ha postulado que el gasto se incrementa ante una mayor liquidez, el término completo es positivo. En consecuencia, en comparación a la expresión (5) que representa la varianza de la inflación en un modelo sin restricciones de liquidez, la variabilidad de la inflación en este modelo es mayor. Gráficamente ello se representa del siguiente modo:



Una reducción en la tasa de interés externa no sólo induce un desplazamiento sobre la curva del gasto EE desde E_0 a E_1 . Además, el incremento en la oferta monetaria, producto de la afluencia de capitales en tanto la tasa de interés interna exceda a la externa, desplaza la curva del gasto hacia $E'E'$ por efecto de la expansión monetaria, incrementando así el gasto hasta E_2 . Como se aprecia, la variación del gasto interno es potencialmente mayor cuando se incluyen las restricciones de liquidez como un factor que afecta al nivel de gasto, provocando una brecha mayor entre gasto y producto y , por ende, un mayor impacto sobre la inflación.

No obstante, este resultado está sujeto a la siguiente consideración. Si las restricciones de liquidez son importantes, entonces es previsible que afecten tanto a las demandas de bienes como de activos financieros, limitándolas a niveles distintos de los deseados. En consecuencia, si bajo un régimen de este tipo los agentes no logran satisfacer su demanda de dinero (y como contrapartida su tenencia de activos y/o bienes reales es mayor a la deseada), la disponibilidad de liquidez externa será parcialmente absorbida en la forma de un aumento en la tenencia de saldos monetarios reales. En estas circunstancias la presión sobre el nivel de precios será menor a lo señalado. Por el contrario, cuanto más operativas sean las restricciones de liquidez sobre los mercados de bienes, mayor será el efecto inflacionario señalado.

En resumen, un aumento en la liquidez de los mercados internacionales de capital puede conducir a un incremento en la variabilidad de la tasa de inflación, particularmente cuando el

sistema financiero reacciona relajando restricciones de liquidez que suelen estar presentes en los sistemas de nuestros países. Se dificulta, entonces, la labor de estabilización que frecuentemente recae sobre el Banco Central. La contrapartida de este resultado, cuando el régimen cambiario contempla algún grado de flotación, es una mayor variabilidad del tipo de cambio, situación que también acarrea consecuencias no deseadas.

**B. Efectos de la volatilidad de los movimientos
de capitales sobre el tipo de cambio real y los sectores
transables y no transables:
un enfoque de determinantes reales y financieros**

En la sección precedente se discutió, empleando un simplificado modelo de corto plazo, el efecto sobre la tasa de inflación que se deriva de la variabilidad de la tasa de interés externa. En esta sección el énfasis recaerá en las consecuencias sobre el tipo de cambio real, definido como la relación de precios de bienes transables y no transables, que dimanen de las variaciones en la tasa de interés y la disponibilidad de recursos financieros externos. Para ello se revisará un enfoque que integra determinantes financieros y reales de la asignación de recursos y el tipo de cambio real.

Una de las preocupaciones en torno a los efectos que se derivan de una afluencia masiva de recursos externos, o bien la eventualidad de una reducción en la tasa de interés externa, se refiere a la pérdida de rentabilidad que experimentan los sectores transables. Más aún, cuando dicha reducción es transitoria, pero lo suficientemente prolongada para afectar a las decisiones de asignación, entonces la reversión del cambio original impondría costos que justificarían políticas tendientes a reducir la influencia de los factores financieros externos. El siguiente modelo, que se basa en gran medida en Sáez (1990), permite ilustrar los canales a través de los cuales el comportamiento de los agentes financieros afecta al sector real y resulta un marco adecuado para el análisis de la mencionada preocupación. Lo integran los elementos básicos del modelo de economía dependiente o modelo "australiano" (Dornbusch, 1980) y la aplicación del enfoque de cartera (Tobin, 1969; Kouri y Porter, 1974).

Para simplificar la exposición, supondremos que se trata de una economía pequeña, tanto en los mercados de bienes como de activos financieros, abierta al exterior en su cuenta corriente y de capitales, que opera bajo un régimen de tipo de cambio fijo y creíble. Esta economía se caracteriza por la plena flexibilidad de precios y produce dos tipos de bienes: un bien no transable H y otro transable T, cuyo precio internacional estará fijo en la unidad.

1. El mercado de activos

Los tenedores de riqueza mantienen tres activos, sustitutos imperfectos, en su cartera: dinero doméstico M , bonos externos f y un activo real doméstico. Este último corresponde al bien no transable, H , que reúne las características de prestar un servicio real por su uso, ser depósito de valor y ofrecer un retorno por su tenencia. Sáez (1990) denomina a este activo "casas", escogiendo un bien que es un bien de consumo y un activo a la vez, lo que permite ejemplificar en forma estilizada las influencias que desde el sector financiero se desprenden para el resto de la economía. En este modelo simplificado no existe gobierno y el Banco Central se limita a realizar las operaciones de cambio que resultan del comercio exterior y de las transacciones entre activos domésticos y externos, validando el nivel del tipo de cambio nominal. En consecuencia, la oferta de dinero no está bajo el control de la autoridad monetaria. El stock total de activos financieros en manos privadas está predeterminado en cada instante y sólo varía a través del tiempo, según el resultado neto de los flujos de capital y la cuenta corriente. No obstante, la composición del total de activos financieros entre dinero doméstico y bonos externos es susceptible de variar instantáneamente a través de las operaciones que realiza el Banco Central con el fin de defender la paridad nominal. El stock del activo real también está predeterminado y varía en el tiempo, dependiendo de si el ritmo de producción de nuevas viviendas excede o no la tasa de depreciación del stock. Como es previsible, el ritmo de cambio del stock del activo real será considerablemente más lento que el de los activos financieros. El mercado de activos se caracteriza por las siguientes relaciones:

$$M/e = m = m^d(\varnothing_F, \varnothing_H)w \quad (1)$$

$$f = f^d(\varnothing_F, \varnothing_H)w \quad (2)$$

$$H/(e/P_h) = h^d(\varnothing_F, \varnothing_H)w \quad (3)$$

$$w = m + f + H/(e/P_h) \quad (4)$$

Las tres primeras ecuaciones representan el equilibrio en cada mercado, en tanto la cuarta corresponde a la restricción de riqueza. $\varnothing_F$ y $\varnothing_H$ son los retornos sobre los activos externos y domésticos, respectivamente, y e/P_h es el precio relativo del bien transable en términos del bien no transable, es decir, el tipo de cambio real. Estando el precio del bien transable fijo en la unidad, las demandas de activos están expresadas en unidades del bien transable. El retorno ex-ante de los activos se compone de la remuneración obtenida en el mercado más las ganancias de capital, por variaciones de precios o del tipo de cambio, que se espera obtener. Con el fin de simplificar la exposición, supondremos que las expectativas son estáticas, de modo que el retorno de los activos externos se reduce a la tasa de interés externa r^* y el de los activos domésticos no transables corresponde a la tasa de renta

R por unidad del bien. Obsérvese que la ausencia de expectativas permite excluir la inflación esperada como determinante de la demanda de dinero doméstico.

La operación del mercado de activos puede describirse del siguiente modo. En primer lugar la tenencia del total de activos es voluntaria, por lo cual el incentivo para retenerlos en cartera deberá corresponder en cada instante a una solución de equilibrio. En segundo lugar, el total de activos demandados no puede exceder a la riqueza, tal como lo expresa la ecuación 4. En otras palabras, de las tres ecuaciones de demanda de activos, sólo combinaciones de cualesquiera dos ecuaciones son linealmente independientes. Para nuestros propósitos resulta adecuado emplear las ecuaciones 2 y 3 más la restricción de riqueza. Dado que la tasa de interés externa es exógena, de estas tres ecuaciones sólo restan dos incógnitas: la remuneración por los servicios del activo real, es decir la tasa de renta R , y el precio del activo real P_h . La tasa de rentabilidad de los activos reales R se determinará en el correspondiente mercado de sus servicios, que forma parte del sector real del modelo, como se explica más adelante. En la práctica entonces en el mercado financiero sólo se determinará el precio del activo real doméstico P_h , por cuanto el "precio" del dinero, i.e. el tipo de cambio, está fijo. Con ello se obtendrá también el tipo de cambio real e/P_h que, en el sector real, influirá en la posición de las cuentas externas y la evolución de los stocks en el tiempo.

Antes de describir cómo se obtiene la solución en el mercado de activos, se expondrá el lado real de este modelo, para luego discutir el equilibrio en los mercados de bienes y activos.

2. El mercado de bienes

Como ya se señaló, en esta economía se producen dos bienes, siendo la oferta de cada uno de ellos una función de su precio relativo, esto es el tipo de cambio real, e/P_h . Las siguientes tres ecuaciones describen la oferta-flujo de los bienes transables T , no transables H y la identidad del producto o ingreso y , expresado en términos del bien T . La oferta-flujo del bien no transable ha sido expresada como el incremento en el tiempo en el stock de viviendas, y posee las características normales de una curva de oferta-flujo.

$$T^s = T(e/P_h), \quad \partial T / \partial (e/P_h) > 0 \quad (5)$$

$$dH/dt = dH(e/P_h), \quad \partial dH / \partial (e/P_h) < 0 \quad (6)$$

$$y = T + dH / (e/P_h) \quad (7)$$

El bien transable y los servicios del bien no transable son sustitutos imperfectos en el consumo, y su demanda depende de la relación de precios entre la tasa de renta del activo real y el

precio del bien transable R/e , el ingreso y la riqueza reales. De este modo

$$T^d = T^d(R/e, y, w) \quad (8)$$

representa la demanda por el bien T , siendo todas las primeras derivadas positivas. Como se recordará, el precio del bien transable es exógeno y el tipo de cambio está fijo. En consecuencia, dados los valores para la tasa de renta, R , el ingreso y la riqueza, se obtendrán las ofertas y demandas por el bien T , correspondiendo las diferencias entre ambas a un superávit o déficit en cuenta corriente.

La tasa de renta es el resultado de la interacción entre la demanda y la oferta de los servicios que otorga el bien no transable. La siguiente expresión corresponde a dicha demanda.

$$Sh^d = Sh^d(R/e, y, w) \quad (9)$$

La oferta de servicios Sh^o , que proporciona el activo real, se supone proporcional al stock, determinándose el precio de dicho servicio, o tasa de renta R , por el correspondiente equilibrio.

$$Sh^o = s \cdot H \quad (10)$$

3. El equilibrio en los sectores real y financiero

Con el fin de simplificar la solución del modelo, generalmente se procede a "dicotomizarlo", eliminando parte de la simultaneidad entre variables contemporáneas. En el presente caso supondremos que la velocidad de ajuste en los mercados financieros es mayor que la del mercado de bienes. La principal consecuencia que se deriva para este tipo de modelos es que los eventos del mercado financiero impactarán de modo inmediato al sector real, en tanto los cambios en el sector real afectarán al sector financiero sólo a medida que transcurra el tiempo necesario para que se modifiquen los acervos de activos. Esta forma de representar la interacción entre los sectores financiero y real no se aleja demasiado de la realidad, por lo cual el supuesto resulta plausible *a priori*.

En consecuencia, puesto que la tasa de renta de los activos no transables es determinada en el mercado de sus servicios, su evolución será más lenta que los cambios en el precio de este bien/activo, que se determina en el mercado financiero. Suponiendo que la oferta-flujo de este bien es reducida en relación al stock, su precio es determinado por el equilibrio entre la totalidad de la oferta existente y su demanda, es decir, por el equilibrio de stock del mercado de activos. En resumen, el retorno de los activos reales variará en el corto plazo, principalmente como resultado de los cambios en su precio.

Con esta simplificación es posible describir los puntos de equilibrio del mercado de activos del modo siguiente. Si la tasa de interés externa r^* se incrementa, entonces los tenedores de activos desearán incrementar la porción de los activos externos en su cartera y reducir la de activos domésticos. Es decir, habrá un exceso de demanda de activos externos y un exceso de oferta de activos domésticos. En consecuencia, el precio de estos últimos caerá y, puesto que la tasa de renta se ha mantenido constante, su rendimiento se incrementará ex-post, obteniéndose un nuevo equilibrio, temporal, en el mercado financiero. En el intertanto, puesto que el Banco Central defiende el tipo de cambio mediante operaciones de cambio, el movimiento desde activos domésticos hacia externos se ha verificado en una salida de divisas. Para nuestros propósitos, podemos entonces representar los puntos de equilibrio del mercado financiero en el plano e/P_h , r^* como una línea de pendiente positiva, por cuanto los incrementos en r^* se traducen en reducciones en P_h y viceversa. Dicho de otro modo, las alzas en r^* requieren un alza del tipo de cambio real e/P_h para recuperar el equilibrio temporal en el mercado de activos.

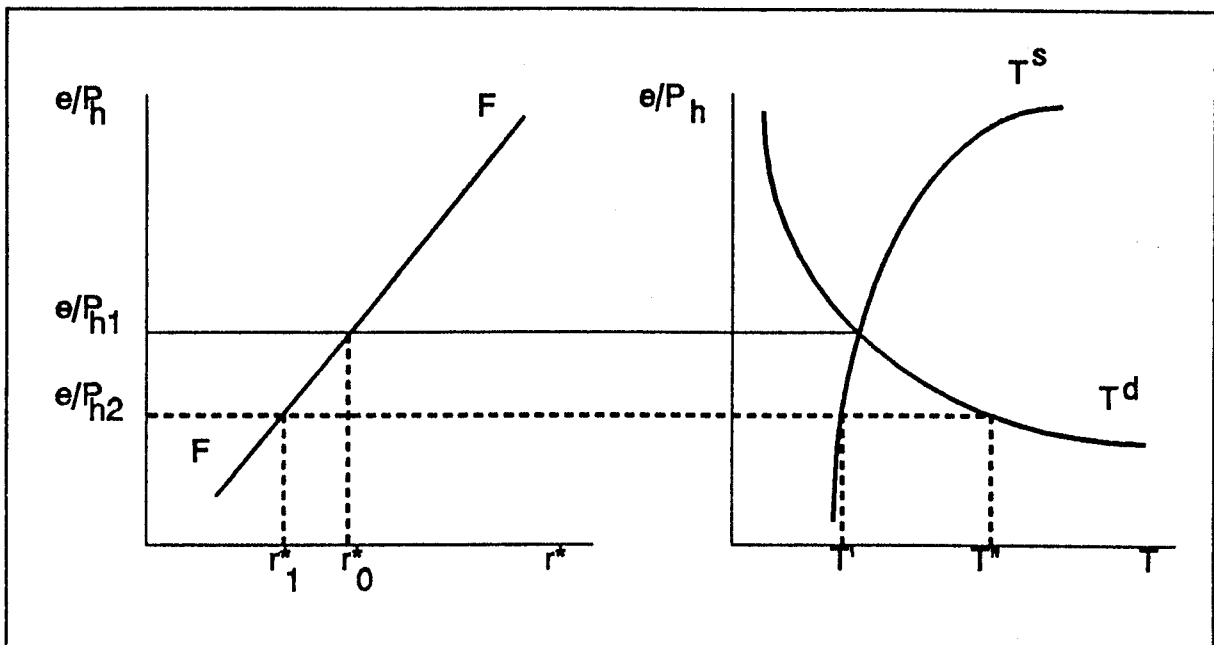
El equilibrio así obtenido es de carácter temporal, a menos que simultáneamente se verifique un equilibrio en las cuentas externas, de modo tal que el acervo de activos permanezca constante. Cabe recordar que en tanto persista un desequilibrio en cuenta corriente, la posición externa del país, y con ello la riqueza, estará cambiando, aumentando la tenencia neta de activos sobre el exterior en el caso de un superávit y viceversa. En dicho caso el equilibrio en el mercado de activos sólo será válido para el nivel de riqueza y los rendimientos prevalecientes en un momento dado del tiempo, pero la economía no se encontrará en un estado de equilibrio estacionario.

La posición del sector externo real de la economía puede describirse del siguiente modo. Estando determinado el precio del activo/bien no transable en el mercado de activos, el precio relativo resultante (el tipo de cambio real) inducirá cierto nivel de producción del bien transable, mediante la función de oferta representada por la ecuación (5). Cuanto mayor sea el tipo de cambio real, mayor será la producción del bien transable. La demanda del bien transable, por su parte, es una función decreciente del tipo de cambio real. Si bien el precio relativo que afecta directamente a esta demanda en la expresión (8) es R/e , también es una función del tipo de cambio real e/P_h mediante los efectos de riqueza. La importancia de la influencia de la riqueza sobre el gasto se ha destacado en numerosos análisis de las consecuencias que tiene la afluencia de capital sobre la economía interna, razón por la cual se examinan brevemente a continuación.

Como se aprecia en la definición del ingreso (7) y de la riqueza (4), estando fijo el tipo de cambio nominal, un alza del precio del bien/activo no transable (una reducción del tipo de cambio real) provoca un incremento del ingreso real y de la riqueza

real, ambos expresados en términos del bien transable. Esta mayor capacidad de compra en términos del bien transable se traduce en un incremento de la demanda de éste, estableciéndose así una relación inversa entre el tipo de cambio real y la demanda del bien transable. Este efecto de riqueza será mayor cuanto más alta sea la participación de los componentes no transables del producto y de la riqueza.

Estamos, entonces, en condiciones de representar sucintamente el funcionamiento del modelo completo mediante los siguientes diagramas.



En el panel de la izquierda se representa el equilibrio del mercado de activos en el plano r^* y el tipo de cambio real. Tal como se señaló, la pendiente de esta curva es positiva; para recuperar el equilibrio temporal en este mercado, los incrementos en la tasa de interés externa requieren un alza del tipo de cambio real, mediante la reducción del precio de los activos no transables. En el panel de la derecha se representa el sector externo en su parte real. En la situación inicial existe un equilibrio estacionario, con las cuentas externas equilibradas e, implícitamente, con una tasa de producción de viviendas equivalente a la depreciación del stock.

Si en estas circunstancias la tasa de interés externa se reduce de r_0^* a r_1^* como resultado de una mayor disponibilidad de liquidez internacional o de una reducción de la tasa de interés en

algún país de importancia significativa en los mercados financieros internacionales, se desencadenará la siguiente secuencia de efectos. En primer lugar, puesto que el rendimiento de los activos internos excederá al de los externos, los tenedores de riqueza intentarán incrementar la participación de cartera de los primeros, reduciendo la tenencia neta de activos externos. Ello se traducirá en un incremento en las operaciones de cambio en que incurrirá el Banco Central para defender el tipo de cambio nominal. Si prevalece un régimen de flotación sucia, se observará una tendencia a la baja del tipo de cambio o bien una reducción en su ritmo de crecimiento.

En segundo lugar, el intento por incrementar la tenencia del activo doméstico, cuya oferta está fija en el corto plazo, provocará un incremento en el precio del activo/bien no transable. Este ha sido un fenómeno observado con frecuencia; ante la afluencia de recursos externos, los precios de los activos no transables experimentan un incremento sustancial. Dado que la tasa de renta que reditúa este activo está fija en el corto plazo, el incremento en su precio reduce su rendimiento, lo que paulatinamente aminora el incentivo para continuar con el cambio en las participaciones de cartera, recuperándose el equilibrio en el mercado financiero. Así opera entonces el arbitraje en esta economía, es decir, por variaciones en los precios de los activos no transables que igualan el rendimiento esperado entre activos domésticos y externos.

La reducción en la tasa de interés externa ha producido modificaciones que también afectarán al sector real de la economía. En primer lugar, puesto que el precio del bien no transable se ha incrementado, el tipo de cambio real se ha reducido en consecuencia de e/P_{h1} a e/P_{h2} , en el lado derecho de la figura anterior. Este fenómeno también se ha observado en la experiencia pasada; incrementos en el influjo de capitales de corto plazo deterioran el tipo de cambio real debido a un auge en los precios de los bienes no transables. Este deterioro en la competitividad del sector transable se traduce a su vez en una reducción en la producción de este sector desde su nivel original a T' .

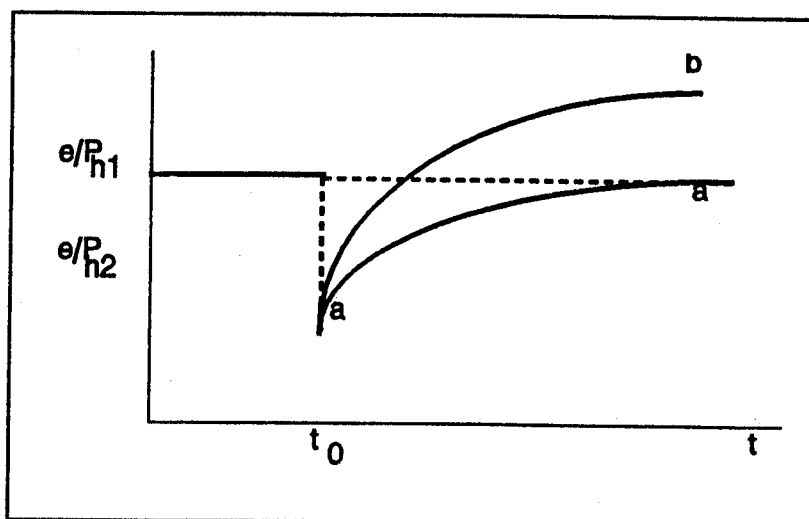
En segundo lugar, la demanda también se verá afectada. Un incremento en el precio de los bienes/activos no transables, estando el tipo de cambio nominal fijo, produce un doble efecto riqueza, como se detalló más arriba. En primer lugar, la capacidad de compra en términos de bienes transables del ingreso resulta incrementada y, en segundo lugar, por cuanto la riqueza posee un componente no transable que ha experimentado una revalorización, la riqueza total también posee un mayor poder adquisitivo en términos de bienes transables. Ambos efectos incrementan el gasto en bienes transables. El resultado es que, desde una posición inicial de equilibrio en el sector externo, se observará un déficit en cuenta corriente equivalente a la diferencia entre la producción y la demanda de bienes transables, es decir, la distancia $T' T''$.

Cabe señalar que esta descripción es cercana a lo que señala la experiencia. Así, según lo señala R. Zahler (1992), Presidente del Banco Central de Chile, "No es extraño comprobar que el primer síntoma de un país que empieza a recibir flujos importantes de divisas provenientes de una fuerte entrada de capitales sea el alza del precio de las propiedades, de la tierra y de las acciones. Esto produce un efecto riqueza que incentiva aún más el consumo, incrementando el déficit en cuenta corriente y, por lo tanto, la probabilidad de tener que enfrentar problemas de balanza de pagos en el futuro" (Zahler, 1992, p. 167).

En suma, una reducción en la tasa de interés externa es absorbida en el corto a mediano plazo por la economía doméstica mediante a) un incremento de las operaciones de cambio y de las reservas internacionales, b) un aumento en el precio de los bienes y activos no transables o equivalentemente una apreciación real, c) una reducción de la oferta doméstica de bienes transables, d) un incremento en la demanda de bienes transables y e) el consecuente deterioro en la cuenta corriente que compensa la afluencia de capitales.

Sin embargo, esta no es por lo general una posición de equilibrio de largo plazo. Dado que la cuenta corriente no está equilibrada sino que acusa un déficit, la posición externa neta del país se reducirá. Se observará un paulatino incremento en el endeudamiento neto externo que reducirá la riqueza a lo largo del tiempo. Esta evolución de la riqueza en el tiempo, por cuanto actúa reduciendo la demanda de bienes, inducirá un progresivo ajuste en la cuenta corriente. A su vez, la reducción de la riqueza en el tiempo, al contraer la demanda de bienes transables y no transables y la demanda de activos financieros, ejercerá una continua presión a la baja del precio del bien/activo no transable, es decir, un incremento paulatino en el tipo de cambio real. En otras palabras, la reducción del tipo de cambio real en el corto plazo será paulatinamente revertida en el tiempo, tanto porque la demanda de bienes y activos financieros se verá reducida, como por la mayor necesidad futura de divisas que conlleva el incremento en el servicio de la deuda externa como resultado de los déficit externos acumulados. Incluso, es concebible que el tipo de cambio real de equilibrio en el largo plazo exceda al prevaleciente antes del cambio en la tasa de interés externa, precisamente debido al mayor servicio de la deuda externa.

El tipo de cambio real exhibirá entonces una trayectoria temporal como la que se presenta en la siguiente figura:



Inicialmente el tipo de cambio real es e/P_{h1} , hasta el momento en que la reducción de la tasa de interés externa trae como consecuencia un incremento en el precio de los bienes no transables. Como resultado de lo anterior, se verifica una apreciación real que lleva el tipo de cambio real a e/P_{h2} . Esta es sin embargo una situación transitoria, ya que el déficit en cuenta corriente y el incremento en la demanda de divisas para hacer frente al servicio de la deuda externa inducen a un progresivo aumento en el tipo de cambio real. En la figura se presentan dos trayectorias posibles, conduciendo una a un tipo de cambio real superior al inicial, situación que parece más probable cuanto mayor haya sido la revaluación inicial y, por consiguiente, mayor el incremento en el déficit externo y del servicio de la deuda.

Como se desprende de este análisis, la evolución del tipo de cambio real en el corto plazo no necesariamente se corresponde con la de largo plazo, factor que deteriora su función como indicador de la rentabilidad de la producción transable para los productores. Esta volatilidad, que ya fuera examinada por Dornbusch en su conocido artículo de 1976, puede verse exacerbada por el comportamiento especulativo de los agentes financieros. Así, si este modelo se ampliase para incluir expectativas racionales, es posible demostrar que la volatilidad de los precios de los activos, y en consecuencia del tipo de cambio real, sería aún mayor que la insinuada por este modelo simplificado. Esta posibilidad estriba en que los agentes financieros, anticipándose al cambio que debe operar en el mercado financiero, adelanten o bien refuercen el incremento en el precio de los activos no transables, produciendo un "undershooting" del tipo de cambio real mayor al que prevalecería en ausencia de expectativas.

Conviene tener presente algunas salvedades importantes que relativizan los resultados obtenidos en este ejercicio. Así, la afluencia de capitales en forma de inversión extranjera directa,

que se destina a la producción de bienes transables, no necesariamente traerá como consecuencia una fuerte revaluación real y déficits en cuenta corriente no sostenibles. En la medida en que una parte de dicha inversión externa directa se materialice en forma de aportes de equipos e insumos importados por parte de los inversionistas, no existirá presión inmediata sobre el mercado de divisas ni sobre la oferta monetaria. No obstante, toda vez que la inversión requiera componentes domésticos no transables, los efectos ya mencionados tenderán a producirse, aunque de forma más moderada. Aun así, el déficit en cuenta corriente resultante de cierta revaluación real sería sostenible, toda vez que los recursos hayan sido destinados a la producción de bienes exportables. En otras palabras, los flujos de capitales externos cuyo propósito es la inversión en sectores exportables no necesariamente tienen efectos depresivos sobre el tipo de cambio real ni deterioran la futura capacidad de pagos externos del país. En el caso de los capitales financieros de corto plazo, por el contrario, existe una mayor probabilidad de que los resultados sean los señalados más arriba, por cuanto los efectos de riqueza originados en la apreciación real tienden a producir incrementos de consumo, de modo tal que el déficit externo resultante se corresponde con un fuerte aumento de las importaciones de bienes de consumo, como señalan algunas experiencias en la región. Como estas importaciones no incrementan la futura capacidad de pagos externa, el déficit en cuenta corriente no es sostenible y posiblemente sea preciso hacer correcciones del tipo de cambio real. En otras palabras, cuanto mayor sea la proporción no transable del gasto que se financia, directa o indirectamente, con recursos externos, mayor será la revaluación real en el corto plazo, por una parte; y cuanto mayor sea la participación del consumo en el déficit de cuenta corriente resultante, tanto menos sostenible será este y mayor necesidad habrá de implementar medidas correctivas en el futuro.

El mensaje del modelo aquí presentado puede resumirse señalando que las fluctuaciones en el mercado financiero internacional se traducen en efectos cuya conveniencia en el largo plazo es cuestionable. Durante períodos de abundancia de recursos externos tiende a producirse un deterioro de la rentabilidad de los sectores externos, acompañado de un déficit en cuenta corriente e incrementos en el endeudamiento externo. Sin embargo, esta situación es transitoria. En el largo plazo, aun sin mediar un retorno de las tasas externas de interés a sus niveles originales, el incremento en el servicio de la deuda externa requiere un tipo de cambio real mayor que induzca la generación de las divisas necesarias. El desincentivo que conlleva para las actividades transables un menor tipo de cambio real inicial puede dificultar la generación futura de divisas, lo cual implicaría una mayor necesidad de ajuste en el futuro.

Por otra parte, si en el futuro se revirtiera el cambio en la tasa de interés externa, pero en el intertanto se hubiera efectivamente alterado la asignación de recursos a consecuencia de

la caída del tipo de cambio real, entonces las necesidades de ajuste futuro podrían ser considerables, por cuanto estas serían enfrentadas sobre la base de un sector transable que, en comparación al momento inicial, experimentaría un retroceso en su desarrollo y el nivel de endeudamiento sería mayor al inicial.

III. ALTERNATIVAS FRENTE A LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALS Y SUS CONSECUENCIAS

A. ¿Por qué controlar los movimientos de capitales?

Los aspectos centrales del análisis desarrollado hasta este punto pueden resumirse en la siguiente cita:

"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).

Existen también razones de otra índole que otorgan sustento a una política orientada a moderar la movilidad de los flujos de capitales. En primer lugar, tal como ilustra el modelo precedente, en ausencia de una intervención estabilizadora emprendida por el Banco Central, las variaciones presentes del tipo de cambio real no constituyen una buena anticipación de su evolución futura, inclusive sin mediar cambios exógenos adicionales en el entorno externo. Para recuperar el equilibrio macroeconómico, los cambios en un sentido del tipo de cambio real requieren movimientos en sentido opuesto. No obstante, esta reversión suele ocurrir en un plazo temporal que excede el horizonte de planeación de los agentes privados; la conducta de los agentes financieros suele estar dominada por perspectivas de corto plazo. Como se ha señalado con frecuencia, el comportamiento de estos agentes no necesariamente coincide con los objetivos de largo plazo de las autoridades económicas, orientados a la estabilidad macroeconómica y al crecimiento de los sectores exportadores. Además, estos agentes carecen de la cantidad de información y de la capacidad para procesarla con que cuentan, por lo general, las autoridades

económicas. Entonces, mientras mayor resulte la divergencia de propósitos entre autoridades y agentes privados, ya sea por la diferente longitud de sus horizontes o bien por problemas de información, mayores razones hay para establecer una política que estabilice las señales o incentivos que comunica el tipo de cambio real, entre ellas el control de flujos de capital.

Hasta ahora nos hemos referido a horizontes relativamente cortos de parte de los agentes financieros, hecho que, no obstante, no es exclusivo de ellos. La evidencia circunstancial indica que los influjos de capitales financian incrementos en el consumo, en medida mayor a la deseable. A su vez, generalmente los análisis de los flujos de capitales enfatizan el rendimiento marginal del capital como determinante principal de las inversiones de cartera, descartándose la influencia de la preferencia temporal por el consumo (Brean, Bird y Krauss, 1991). No obstante, la tasa marginal de preferencia por el consumo presente es tal vez un factor de mayor relevancia para explicar los flujos de capital, al menos en el corto plazo. La hipótesis de que los flujos de capitales han financiado mayoritariamente incrementos en el consumo público y privado es congruente con la observación de que las tasas de inversión no se han incrementado en la misma medida. En otras palabras, ha existido una significativa sustitución de ahorro nacional por ahorro externo, en lugar de una relación de complementariedad resultante en mayores niveles de formación de capital fijo (Eyzaguirre, 1990).

El origen de este comportamiento podría atribuirse a diferentes factores. Por una parte, según observan Calvo, Leiderman y Reinhart (1993a, 1993b), una proporción menor de los flujos externos hacia Latinoamérica y el Caribe adopta la forma de inversión extranjera directa "vis a vis" los flujos hacia otras regiones. En consecuencia, una mayor parte de los flujos hacia la región ha asumido la forma de endeudamiento externo, intermediado a través de los sistemas financieros o bien como ingreso especulativo de divisas. A su vez, los sistemas financieros de la región han registrado una mayor tendencia a financiar consumo, en comparación con sistemas financieros asiáticos. Estas observaciones son coherentes con la evidencia de que en nuestros países los flujos de capitales han provocado una mayor apreciación real de la moneda nacional en relación a la observada en países asiáticos; como una mayor proporción de tales flujos ha sido intermediada y ha transitado los mercados de divisas, mayor ha sido la presión sobre el tipo de cambio. También son coherentes estas observaciones con la sustitución de ahorro nacional por externo advertida, es decir, una tendencia al incremento en el consumo, que se ha verificado ante aumentos en la disponibilidad de recursos externos.

No obstante, estos argumentos no conforman un apoyo en favor de controles de los movimientos de capitales como primera opción de política. El problema parece tener origen en dos fuentes. Por una parte los sistemas financieros con frecuencia desarrollan con mayor

rapidez su capacidad para evaluar y cubrir los riesgos que implican los créditos a personas antes que el financiamiento de la inversión. Contribuyen a agravar este problema entornos macroeconómicos inestables, sumados a una escasa disponibilidad de instrumentos de financiamiento de largo plazo que permitan contrarrestar los efectos de la inflación. Por otra parte, en comparación con otras experiencias regionales, las tasas de ahorro latinoamericanas son menores, por lo cual prevalece una marcada tendencia al financiamiento bancario de consumo corriente. En razón de ello las primeras opciones consistirían en establecer un marco regulatorio del sistema financiero que favoreciera una mayor canalización de recursos hacia la inversión, por una parte, y establecer mejores incentivos al ahorro. En ausencia de dicha posibilidad, el control de los movimientos de capitales podría considerarse como una segunda mejor opción.

Una segunda línea de argumentación destaca la miopía de los agentes como la causa de una excesiva preferencia por el consumo presente y de la tendencia a que los incrementos en la disponibilidad de recursos externos se traduzca en incrementos de consumo no sostenibles en el tiempo. Sin duda este planteamiento tiene fuerte asidero y, entre otras cosas, constituye una razón fundamental para establecer sistemas previsionales basados en el ahorro obligatorio, ya que de otro modo los agentes no generarían el monto de ahorro acumulado necesario para garantizar el nivel de consumo en etapas futuras.

Es pertinente analizar aquí una línea de razonamiento que subraya dos anomalías que suelen presentarse en los sistemas financieros: el riesgo moral (moral hazard) y los seguros implícitos.

El riesgo moral corresponde a una situación en la cual un deudor contrae obligaciones pero esconde intenciones de no cumplirlas. Este factor se ha mencionado repetidas veces como uno de los factores explicativos del sobreendeudamiento externo de algunos agentes privados durante los últimos años de la década anterior. La externalidad negativa que representa para todo el país que importantes agentes, financieros y no financieros, no cumplieran con sus compromisos con el exterior habría obligado al Estado a hacerse cargo de las deudas, como en la práctica ocurrió en algunos casos. Estos agentes, anticipando el dilema que representa su insolvencia para las autoridades, exhibirían en consecuencia una tendencia a asumir compromisos superiores a su capacidad de servicio.

En forma simétrica a la tendencia al sobreendeudamiento de ciertos agentes domésticos, existiría también cierta inclinación o incentivo a la sobreexposición de los acreedores externos. El origen de esta conducta radicaría en el seguro implícito del cual disfrutarían estos acreedores (Williamson y Lessard, 1987). La mencionada importancia que tiene para un país su reputación como

sujeto de crédito internacional lo induciría a asegurar el adecuado servicio de los créditos, mediante la adopción de las correspondientes políticas macroeconómicas y de mecanismos administrativos tales como garantizar o asumir los compromisos externos contraídos por sus ciudadanos. En otros casos, se ha señalado, las prácticas de liquidación de activos de un deudor insolvente incluso darían prioridad al servicio de los compromisos externos.

Finalmente, cabe también mencionar razones de un carácter más práctico que pueden hacer aconsejable limitar la entrada de capitales, por cuanto se producen en un momento inapropiado para el logro de ciertas metas que la autoridad se ha propuesto como fundamentales. Ilustraremos dos situaciones posibles.

Hasta el momento hemos supuesto implícitamente que la economía se encuentra en una trayectoria creíble hacia una mayor estabilidad de precios internos. Si suponemos, en contraste, que las autoridades están empeñadas en un esfuerzo antiinflacionario importante, en el contexto de discrepancias aún significativas entre la inflación presente y la propuesta como objetivo, una afluencia de capitales superior a lo presupuestado por el programa, puede ocasionar rezagos en el logro de las metas inflacionarias. En esta situación las autoridades enfrentan un delicado dilema. Por una parte, la afluencia de recursos externos podría interpretarse como una señal de confianza de los inversionistas externos en la solidez del programa de estabilización. Ello podría argüir en favor de no obstruir dicho influjo y permitir cierta recuperación del gasto interno, aun cuando ello conlleve cierta apreciación de la moneda. Por otra parte, pueden generarse expectativas de una posterior reversión súbita en dichos flujos, especialmente si la apreciación real es importante. En un contexto de importantes diferencias entre la tasa de interés doméstica y externa, como las que suelen acompañar a esfuerzos de estabilización, el componente especulativo o de corto plazo de estos flujos podría ser elevado y por tanto muy sensible a posibles variaciones en el tipo de cambio nominal.

En tales circunstancias, el elemento que en principio permitiría dirimir este dilema es el grado en el cual la afluencia de capitales externos reviste un carácter de corto plazo. Como suele señalarse, ello es difícil de establecer, a la vez que, aun si fuese posible averiguar la posible permanencia de estos recursos en el país, la información que se obtendría podría resultar equívoca. En efecto, en la eventualidad de una devaluación que es anticipada por los agentes económicos, el conjunto de activos financieros, tanto de corto como de largo plazo, presionan sobre el mercado cambiario. En consecuencia, un enfoque prudente aconsejaría evitar apreciaciones reales muy pronunciadas, procurando moderar la entrada de capitales externos en el contexto de importantes esfuerzos de estabilización.

Una segunda situación posible surge cuando los países se encuentran desarrollando un programa orientado a elevar la participación de los sectores transables en el producto, en particular los exportadores. La afluencia de recursos externos podría traducirse en una temprana apreciación real, reduciendo los incentivos a la expansión de los mencionados sectores. Además de la distinción entre flujos de carácter transitorio o permanente y las recomendaciones de política ya conocidas, cabe mencionar también factores relacionados con la definición del grado óptimo de apertura de una economía. Aún en la hipótesis de que las condiciones de largo plazo hayan mejorado, ocasionando una afluencia de capitales no anticipada, puede ser conveniente limitar parcialmente su ingreso si de este modo se logra un mayor desarrollo de los sectores exportadores, creando así las bases para una mayor resistencia o capacidad de absorción de perturbaciones externas futuras. Volveremos sobre este punto en el capítulo final, con ocasión de la jerarquización de las políticas relativas al control de los movimientos de capitales.

En suma, factores de diferente índole señalan la necesidad de mantener cierta vigilancia sobre los movimientos de capitales y, eventualmente, si las condiciones lo aconsejan, establecer controles sobre su movilidad o bien moderar sus efectos. ¿Puede la autoridad monetaria controlar la volatilidad de los flujos de capital? Si se consideran sólo los instrumentos más tradicionales de la política monetaria, existen variadas razones que inducen al escepticismo. A continuación se examinan algunas alternativas de que disponen las autoridades y los costos que involucran.

B. Controles de cambio

Es ésta una de las prácticas más frecuentes para limitar la movilidad de los capitales, especialmente en países menos desarrollados en los cuales el sistema financiero no exhibe el grado de madurez, profundidad, amplitud y estabilidad financiera que permita la aplicación de instrumentos más sofisticados de control monetario.

Sus efectos, similares a la imposición de controles y prohibiciones sobre otros aspectos del funcionamiento de los mercados financieros, son bastante conocidos. En el plazo inmediato resultan un método efectivo para proteger las reservas del Banco Central y evitar fuertes fluctuaciones en los agregados monetarios. En un plazo mayor su efectividad es decreciente por cuanto su permanencia constituye un estímulo al arbitraje ilegal. Su administración suele conllevar costos, tanto directos como indirectos, en la forma de actividades ilegales, que, según la experiencia latinoamericana, pueden ser sustanciales. También imponen costos de eficiencia en la asignación de recursos, toda vez que debe existir un sistema de racionamiento que establece quiénes

tienen acceso a las divisas, no necesariamente resultando en su asignación a los fines más productivos.

También se ha señalado que, por cuanto los controles limitan la capacidad de diversificación de riesgos y fuentes de recursos, restringen la posibilidad de que los inversionistas nacionales alcancen combinaciones de riesgos acordes con sus preferencias así como a los productores les impiden acceder a recursos externos que en ocasiones resultan más baratos. Desde un punto de vista más doctrinario, se señala que estos controles entrañan límites a la libertad individual, conllevan una pérdida de bienestar y, por lo tanto, no son deseables.

Críticos de esta postura formulan, desde un punto de vista pragmático, dos observaciones. En primer lugar, la posibilidad de diversificar riesgos de los inversionistas individuales parece aplicarse más a países que son acreedores netos y no deudores netos, como es el caso de la mayoría de los países de la región. El acceso irrestricto a los mercados de capitales por parte de residentes de países deudores netos contribuiría más a la fuga de capitales que al bienestar social. En segundo lugar, se señala que el bienestar que resulta afectado al restringir la libertad de diversificación es el bienestar privado de los sectores que tienen acceso al mercado financiero internacional, que no son necesariamente los de menores ingresos. Aún más, las consecuencias de decisiones privadas inadecuadas tomadas por quienes poseen dicho acceso, originadas en los fenómenos de riesgo moral y seguros implícitos que se mencionaron antes, terminan siendo asumidas socialmente, creando así un potencial considerable de inequidad.

No obstante estas observaciones, cabe también señalar situaciones en las cuales la ampliación de las posibilidades de diversificación tiene un importante componente de preservación de la equidad. En efecto, varios países de la región han reformado sus sistemas previsionales, ya sea reemplazando los regímenes de reparto por otros de capitalización individual (Iglesias y Acuña, 1991; Schulthess y Damarco, 1993) o bien introduciendo regímenes mixtos que combinan aspectos de capitalización y de reparto (Uthoff y Szalachman, 1991, 1992 y 1994). Los regímenes de capitalización se caracterizan por acumular fondos que se invierten en activos financieros, y las pensiones futuras dependen de la rentabilidad que estos ofrecen. En consecuencia, es de suma importancia para la preservación de los niveles de vida de los futuros jubilados que dichos fondos sean invertidos con una adecuada combinación de riesgos, particularmente porque se trata en este caso de ahorros obligatorios, por una parte, y por afectar potencialmente a un amplio número de personas. En consecuencia, en este caso favorecer una mejor diversificación, permitiendo a las instituciones que administran fondos previsionales un acceso expedito a los mercados de capitales externos, puede tener significativas ventajas en términos de bienestar social y equidad. Más aún, países como los nuestros, cuyas exportaciones se concentran en un número reducido

de rubros, están potencialmente expuestos a una combinación infortunada de riesgos, que los hace muy sensibles a los cambios en unos pocos precios de exportación. No obstante, estos riesgos serían diversificables a través del sistema financiero internacional. Como señalan Williamson y Lessard (1987), limitar la capacidad de diversificación de estos fondos, que como se mencionó son obligatorios, es exponerlos a un riesgo eventualmente serio.

En uno de los exámenes más comprensivos de las fugas de capitales en países menos desarrollados, los autores citados evalúan los controles cambiarios del siguiente modo. Entre los países de la región, al menos, se aprecia una correspondencia exacta entre aquellos en los cuales no existían controles y los que experimentaron las mayores fugas de capital entre 1978 y 1982. Ello, por sí mismo dificulta recomendar una política de libre acceso, tanto de entrada como de salida, a los mercados financieros internacionales. No obstante, se señala que los países que impusieron controles y evitaron fugas masivas o bien han evitado una "dolarización" de sus economías, lo hicieron sobre la base de suministrar activos financieros orientados a mantener el atractivo y la competitividad de los fondos domésticos: instrumentos indizados o bien de tasa flotante (Morandé, 1993; Lora, 1993; y Jiménez, 1993). Otros países, a pesar de haber impuesto controles sobre los movimientos de capitales, no han tenido éxito en su aplicación, siendo una explicación posible la incongruencia de sus políticas macroeconómicas y la carencia de instrumentos financieros suficientemente competitivos con los externos.

En otras palabras, los controles no son una panacea ni menos un sustituto para adecuadas políticas macroeconómicas. Generalmente son considerados útiles como herramientas de corto plazo, que no debieran reemplazar la adopción de políticas tendientes a contrarrestar el incentivo a la fuga de capitales, sobre todo en el largo plazo, ya que los costos que imponen son crecientes con el tiempo en tanto su efectividad es decreciente.

C. Regímenes cambiarios diferenciados para operaciones comerciales y de capital

A menudo los regímenes de tipo de cambio múltiple se han establecido con el objetivo de aislar al sector real de los efectos de la fluctuaciones en los flujos de capitales. Para ello, estos regímenes intentan segmentar el mercado en dos: a) un mercado oficial, en el cual el tipo de cambio por lo general es fijo o administrado según algún criterio prefijado, y a través del cual se canalizan las transacciones comerciales y operaciones asociadas, y b) un mercado libre o semioficial, a través del cual se canalizan los movimientos de capitales, siendo el tipo de cambio determinado por el mercado, con diversos grados de intervención de la autoridad.

Dos proposiciones sustentan esta política. En primer lugar, la segmentación de los mercados permitiría independizar los precios y la producción de las fluctuaciones en los flujos de capitales. Cambios en estos últimos se reflejarían principalmente en variaciones del tipo de cambio vigente en el mercado libre. Sin embargo, como el tipo de cambio del mercado oficial permanece inalterado, no sería preciso revisar los precios y las decisiones de producción. En segundo lugar, esta separación de mercados otorgaría al Banco Central un mayor control sobre la oferta monetaria y sus reservas internacionales, toda vez que las salidas y entradas de capitales no suponen cambios en éstas para ser financiadas.

Exámenes de experiencias latinoamericanas (Collins, 1988) así como la literatura teórica (Dornbusch, 1988b), no avalan totalmente estas proposiciones. En primer lugar, las fluctuaciones en el tipo de cambio del mercado libre producen efectos de riqueza que a su vez afectan al gasto y, por ende, a los precios. De este modo, no se puede afirmar que la separación de los mercados provea un aislamiento total del sector real respecto de las fluctuaciones en el flujo de capitales externos.

En segundo lugar, las discrepancias entre los tipos de cambio prevalecientes en ambos mercados, sobre todo cuando son amplias, crean incentivos para el "arbitraje" ilegal, e.g. presentación de las operaciones comerciales bajo un ropaje financiero y viceversa, la falsa declaración de importaciones y exportaciones, etc. Adicionalmente, los regímenes de cambio múltiple suelen excluir del mercado oficial a ciertas categorías de bienes, relegándolas al mercado libre junto con las operaciones de capital. Con ello, bajo este tipo de arreglo, una devaluación en el mercado libre paradójicamente puede inducir a un déficit en el mercado oficial, demostrándose que la segmentación de los mercados no es necesariamente eficaz en su propósito de proteger a ciertos sectores económicos de las fluctuaciones provenientes del lado financiero. En efecto, un incremento en el tipo de cambio en el mercado libre incentiva el traslado de la oferta hacia este, ya sea mediante mecanismos ilegales o bien por la reorientación de la producción hacia los bienes adscritos a este mercado, cuya rentabilidad se ha incrementado. A la vez, se incentiva la reasignación del gasto hacia los bienes canalizados a través del mercado oficial, cuyos precios relativos son ahora menores. El resultado es que una devaluación en el mercado libre se traduce, aunque probablemente con cierta demora, en una pérdida de reservas debido al déficit en el mercado oficial (Dornbusch, 1988b).

Debe también mencionarse que, dado que los sistemas de cambio múltiple requieren de cierta institución que los administre, cuyo personal suele estar sujeto a fuertes presiones o bien expuestos a la corrupción derivada de la existencia de considerables oportunidades de beneficios pecuniarios, su efectividad como herramienta para el control de los flujos de divisas decrece con el

tiempo. En algunas experiencias latinoamericanas el deterioro de estos sistemas como resultado de las posibilidades de ganancia ilegal fue manifiesto, generando graves problemas de corrupción que desembocaron en serias dificultades para la estabilidad política.

Las mencionadas distorsiones son un resultado de la discrepancia entre los tipos de cambio prevalecientes en ambos mercados y tienden a agravarse en la medida en que esta se incrementa. Por eso, así como para evitar las señales especulativas emitidas por un diferencial considerable entre ambos tipos de cambio, las autoridades tienden a intervenir en el mercado paralelo, reduciendo la discrepancia. En varias experiencias latinoamericanas ello parece haber evitado, al menos transitoriamente, "corridos" en contra de la moneda nacional. No obstante, también ha significado perder relativamente el control sobre los agregados monetarios y las reservas, objetivos para los cuales se suele instituir estos regímenes. En definitiva, la experiencia ha señalado que estos sistemas no permiten aislar totalmente al sector real de las fluctuaciones de los movimientos de capitales ni restringir estos últimos, cuando los fundamentos económicos señalan la necesidad de realizar ajustes en la política macroeconómica.

No obstante estas reservas a los méritos de estos regímenes para el control de los movimientos de capital y para la moderación de sus efectos sobre el resto de la economía, debe señalarse su utilidad potencial como herramienta para ser aplicada temporalmente por la autoridad. Así, esta alternativa podría emplearse durante la transición ya sea desde un régimen cambiario a otro, o cuando se requiere hacer frente a shocks transitorios, o bien cuando se desea efectuar un paso paulatino desde un nivel cambiario hacia uno mayor, estableciendo mercados duales que luego serán unificados. Esta utilidad descansa en una característica de estos regímenes que otras herramientas de política no poseen, cual es la de entregar ciertos indicios acerca de cuán restrictivo es el sistema de control de los movimientos de capital. En efecto, la diferencia entre los tipos de cambio entrega cierta información acerca del estado del mercado de divisas, que podría ser utilizada por la autoridad para obtener indicios del nivel de equilibrio del tipo de cambio. Esta proposición está sujeta a varias consideraciones, dentro de las cuales cabe destacar las características de estos mercados en la región, por cuya escasa profundidad y la presencia de grandes oferentes y demandantes, se alejan de ser mecanismos que proporcionen información plenamente confiable para guiar las políticas orientadas a plazos más largos.

D. Esterilización de los efectos monetarios

La esterilización del efecto monetario de los flujos de capital también tiene límites impuestos por los sistemas financieros de la región y, en ocasiones, conlleva consecuencias graves para el

patrimonio del Banco Central. Por una parte, en el caso de entradas de capital, a menos que exista un mercado suficientemente desarrollado para colocar papeles, ya sea del Banco Central o de la Tesorería, será difícil evitar cierta expansión monetaria. El caso opuesto, las salidas de capital, suele ser más grave. En este caso la esterilización de los movimientos de capitales tiene un límite en las reservas internacionales que posee la autoridad monetaria.

Una alternativa de intervención esterilizada consiste en canjear las divisas por certificados denominados en moneda nacional canjeables (en cierta fecha futura) por divisas a cierto tipo de cambio, susceptibles de ser transados en el mercado doméstico. En el supuesto de que dichos títulos no devengasen interés, éstos serían vendidos con cierto descuento en el mercado secundario. Descontando diferencias de prima por riesgo, la diferencia entre la tasa de interés doméstica y el descuento al que se venderían estos certificados, correspondería a una revaluación implícita. La revaluación implícita dependería de la inquietud de los tenedores de certificados (exportadores e inversionistas externos) por transformarlos en moneda nacional y de su costo de oportunidad, es decir, la tasa de interés interna. Es previsible que, cuanto mayor sea la tasa de interés doméstica, mayor será el incentivo por vender estos certificados en el mercado secundario, incrementándose con ello el descuento y, por ende, la revaluación implícita. En otras palabras, si bien esta alternativa puede esterilizar efectivamente el efecto monetario de las entradas de capital, evitando con ello mayores presiones inflacionarias, conlleva la posibilidad de cambios implícitos del tipo de cambio, que pueden ser contraproducentes en términos de la asignación de recursos, como ya se mencionó anteriormente.

La revaluación implícita que conllevaría una intervención esterilizada ante la afluencia de capitales podría moderarse otorgando cierta rentabilidad adicional a los títulos públicos entregados a cambio de las divisas (Lora, 1993). En este caso los problemas son similares a los que se presentan con las operaciones de mercado abierto orientadas a contrarrestar una expansión de la base monetaria, cuyo origen es la afluencia de capitales. En primer lugar, como este expediente tiende a mantener un diferencial positivo entre la tasa de interés doméstica y la externa (posiblemente como herramienta de control del gasto y de las presiones inflacionarias), continuará existiendo un incentivo para la entrada de capitales. En otras palabras, a diferencia del caso anterior, en que la revaluación implícita efectivamente iguala ex-ante las rentabilidades de los activos financieros internos y externos desincentivando la continuación de los flujos, en este caso ello no ocurre, con lo cual el Banco Central termina por realizar importantes operaciones de esterilización, colocando títulos a tasas de interés internas superiores a las externas. En segundo lugar, por las razones anteriores, el Banco Central puede sufrir fuertes pérdidas mediante este mecanismo. En tanto persista en mantener altas las tasas de interés domésticas mediante la

colocación de títulos cuya contrapartida son divisas por las que obtiene un interés menor en el mercado internacional, se incurrirá en pérdidas que erosionan su base de capital.

Reisen (1992a, 1992b) examina la experiencia de varios países de Asia Sudoriental en la esterilización de los efectos monetarios de los flujos de capitales. Según este autor, Singapur, Malasia, Indonesia y la provincia china de Taiwán han logrado, mediante políticas pragmáticas, la "trinidad imposible", conciliando estabilidad cambiaria, autonomía monetaria y libre flujo de los capitales. Las políticas empleadas por estos países se basan en una sólida posición fiscal y en la intervención discrecional de las autoridades en el sistema financiero. Los excedentes fiscales y de empresas públicas, así como los fondos de las instituciones de previsión social, se han empleado extensivamente, a menudo de modo imperativo, como herramientas de control monetario, en adición al tradicional manejo de las tasas de encaje. Así, según señala este autor, en ocasiones estas instituciones han sido obligadas a adquirir papeles públicos o bien a mantener sus depósitos en el Banco Central, con el fin de evitar una expansión monetaria derivada de la afluencia de capitales.

Debe tenerse presente que el éxito de estas políticas no está exento de costos. En la práctica lo que parece ocurrir es la sustitución de controles sobre los movimientos de capitales por una "represión financiera" de ciertas instituciones públicas, dirigismo que en gran medida se contrapone con la tendencia exhibida por las reformas de los sistemas financieros y previsionales de la región. En virtud de que en algunos de estos países las tasas de cotización previsional se han situado en alrededor de 50% a 40%, cabe cuestionarse cuán justo es obligar a estas fuentes de ahorro forzado a destinar sus recursos a la adquisición de instrumentos de baja rentabilidad, en tanto se permite a otros inversionistas el acceso a alternativas más rentables. En algunos países de la región, disposiciones similares a las mencionadas en el párrafo precedente, impuestas a sistemas de previsión basados en la capitalización individual podrían deteriorar las pensiones futuras, puesto que éstas dependen estrechamente de la rentabilidad obtenida sobre los fondos acumulados. Del mismo modo, cabe preguntarse cuán eficiente es, desde el punto de vista social, destinar el ahorro público, que representa un consumo social postergado, a usos de baja rentabilidad.

Dicho de otro modo, lo que se logra en la práctica al utilizar los expedientes mencionados es transferir hacia otras instituciones públicas la pérdida patrimonial originada en la esterilización en que a la larga incurriría el Banco Central, con dudosos efectos sobre la distribución y la equidad.

E. Impuestos a los ingresos de los capitales externos

Se ha propuesto aplicar impuestos a los ingresos de los capitales externos como una medida orientada a desincentivar un flujo excesivo (Brean, Bird y Krauss, 1991). Suponiendo que se trate de un país pequeño en el mercado financiero internacional, la aplicación de un impuesto a los ingresos del capital externo reduce, en primera instancia, el rendimiento interno neto deducidos los impuestos para los inversionistas externos. En consecuencia, para una tasa de interés externa dada, los activos externos resultarán más atractivos que antes para los inversionistas no residentes, induciendo de este modo una menor afluencia o bien una salida parcial de capitales. Estando fijo el tipo de cambio, la contracción monetaria derivada de las operaciones de cambio redundará en un incremento en la tasa de interés doméstica, hasta que el rendimiento interno neto deducidos los impuestos se iguale con la tasa de interés externa. Así pues, el efecto que los impuestos tienen es desincentivar el influjo de capitales a través de una reducción del rendimiento de las inversiones de no residentes.

Esta política no está exenta de costos, los que se asemejan a los incurridos cuando se aplica un impuesto a la importación de bienes. Un impuesto a los ingresos del capital externo, por los efectos antes descritos, elevará el costo de los recursos financieros para sus usuarios por sobre su costo alternativo: la tasa de interés externa. Se producirán, en consecuencia, los ya conocidos efectos distributivos, pérdida de bienestar, ineficiencias y sesgo antiexportador derivados de la imposición de aranceles a la importación. Aun más, en el largo plazo podría verificarse un efecto indeseado sobre la distribución funcional. En efecto, dada la creciente movilidad que experimenta el capital, merced al desarrollo de los mercados financieros internacionales, éste está en mejores condiciones para eludir las cargas tributarias que el trabajo, factor cuya movilidad es menor. Como es sabido, el factor menos móvil soportará una proporción mayor de la carga tributaria. En el presente caso, el capital fluirá hacia otros mercados que ofrecen un atractivo mayor, con lo cual el stock de capital a emplear por la fuerza de trabajo será menor, con el posible menor crecimiento en la productividad y la remuneración del factor menos móvil.

Finalmente, también cabe preguntarse acerca de la capacidad efectiva que poseen los gobiernos para implementar una tributación diferenciada según la residencia de los inversionistas, especialmente a la luz de la dificultades que exhiben los sistemas tributarios de la región para lograr una operación efectiva de sus regímenes tributarios.

F. Encajes sobre las entradas de capitales

Los encajes sobre los flujos de capital se orientan a incrementar el costo interno de los recursos externos que deben pagar los residentes. De este modo se desincentiva la demanda de endeudamiento externo, por una parte, y para los inversionistas externos, se reduce el atractivo de invertir en el mercado nacional.

Una de las ventajas que ofrece esta alternativa es que, como el Banco Central no realiza operaciones de esterilización mediante la colocación de papeles que reditúan interés, evita de este modo incurrir en pérdidas que, según señala la experiencia, pueden alcanzar magnitudes de consideración. Con el tiempo, en tanto estos encajes no sean remunerados, pueden ser una fuente de ingresos para el Banco Central, aun cuando ello esté lejos de ser el propósito de esta herramienta.

Una segunda ventaja que ofrecen los encajes es que, al menos teóricamente, permiten diferenciar los capitales según los plazos de permanencia. Así, puesto que una de las principales razones que respaldan la imposición de controles a los flujos de capitales se refiere a su transitoriedad, los encajes sobre los flujos de capital debieran ser decrecientes a medida que se prolonga su permanencia prevista. Además, con el fin de desincentivar que los flujos especulativos de corto plazo asuman la forma de capitales de largo plazo para eludir encajes mayores, pueden imponerse tasas o comisiones penales al retiro anticipado de fondos.

Una desventaja que esta opción comparte con otras alternativas que se orientan a limitar los flujos sin recurrir a señales de precios es la de no proveer información sobre cuán restrictivos son los encajes y, por lo tanto, acerca de cuán graves son los costos potenciales en los cuales se está incurriendo.

IV. RESULTADOS PRINCIPALES Y JERARQUIZACION DE POLITICAS

En este documento hemos examinado los efectos sobre la estabilidad macroeconómica y la asignación de recursos que se derivan de los cambios en los flujos de capitales financieros. Posteriormente se analizaron las principales razones que avalan una política orientada a controlar la movilidad de estos capitales. Finalmente, en la tercera sección se revisaron algunos instrumentos orientados a tal fin, considerando su modo de funcionamiento, costos y ventajas. A continuación se exponen las principales conclusiones que se derivan de este ejercicio.

1.- En un contexto de economías relativamente integradas a los mercados financieros internacionales, las fluctuaciones en los movimientos de capitales presentan a las autoridades monetarias el

dilema de mantener la inflación interna bajo control y evitar fluctuaciones en el tipo de cambio real, ambas consecuencias negativas para economías que sólo recientemente han logrado cierta estabilidad, y potenciar el papel de los sectores exportadores en el crecimiento, luego de un largo período de reformas estructurales.

2.- La variabilidad de la tasa de inflación se relaciona directamente con la variabilidad de los flujos externos, especialmente cuando los sistemas financieros se caracterizan por restricciones de liquidez que se relajan relativamente ante súbitos aumentos de la liquidez externa.

3.- Las entradas de capitales tienden a deprimir el tipo de cambio real, ya que provocan un auge en el precio de los bienes y activos no transables. En consecuencia, la asignación de recursos tiende a reorientarse hacia estos sectores, debilitándose la actividad de los sectores exportadores y la capacidad futura para hacer frente a los compromisos externos.

4.- Existen variadas razones, tanto en contra como a favor del empleo de instrumentos conducentes a limitar la movilidad de los capitales y sus consecuencias. Aun cuando el análisis ha intentado ser imparcial, parece desprenderse de la mayoría de los argumentos presentados que existe una asimetría importante entre los costos y beneficios. Así, gran parte de los beneficios mencionados son de carácter privado, en tanto los costos son, por lo general, sociales. Dado que en la memoria colectiva aún están presentes las consecuencias del período de sobreendeudamiento en que incurrió la región hacia fines de los años setenta y comienzos de los ochenta, es previsible que buena parte de las autoridades se incline pragmáticamente por imponer algún tipo de limitaciones a la integración irrestricta de los mercados financieros nacionales e internacionales.

5.- El examen de los instrumentos disponibles incluyó los que contemplan un mayor grado de intervención administrativa de los mercados (controles cambiarios y regímenes de cambio múltiple) así como otros que principalmente operan empleando mecanismos de mercado. Las recomendaciones que se derivan de esta experiencia no son claras aún, probablemente debido al escaso tiempo de aplicación de algunas de estas alternativas, no obstante lo cual se desprenden algunas lecciones útiles.

6.- Si bien los controles (prohibiciones, restricciones relativas a su monto y plazos, etc.) demostraron ser eficaces para evitar fugas de capitales en varias experiencias, ello fue posible en parte gracias a la existencia de alternativas atractivas para los fondos internos. En otras palabras, los controles no son un sustituto de políticas tendientes a otorgar competitividad a los instrumentos financieros internos en relación a los disponibles en el mercado financiero externo. La eficacia de los controles, por

otra parte, disminuye con el tiempo, en tanto los costos aumentan y han llegado a ser considerables en ciertos casos. En consecuencia, esta alternativa debería considerarse en forma transitoria para hacer frente a situaciones de extrema volatilidad de los flujos de capitales antes que como una alternativa de largo plazo.

7.- Los regímenes de cambio diferenciados, si bien logran aminorar la velocidad con que fluyen los capitales, poseen una capacidad limitada para aislar al sector real de las fluctuaciones en el entorno financiero. La efectividad de estos sistemas también mengua con el tiempo, en la medida en que los diferenciales cambiarios inducen a prácticas ilegales tendientes a obtener provecho de estos y la progresiva reasignación de las actividades hacia el mercado cambiario más rentable crea una escasez relativa de divisas en el mercado oficial. Los costos de eficiencia que imponen los regímenes de cambio diferenciados son una función directa del diferencial cambiario, que tiende a agravarse con el transcurso del tiempo. La autoridad puede minimizar estas distorsiones y desincentivar las prácticas, mediante la intervención en el mercado libre y la continua corrección del nivel cambiario oficial. En este caso existe un reconocimiento implícito de la importancia de unificar los mercados al cabo de cierto plazo, empleándose la diferenciación cambiaria como una herramienta de carácter temporal en el tránsito hacia otro régimen o nivel cambiario.

8.- La esterilización de los efectos monetarios derivados de fluctuaciones en los movimientos de capitales corresponde probablemente a una alternativa más exigente en términos del desarrollo requerido de los sistemas financieros. Idealmente las operaciones de control monetario debieran realizarse sobre la base de cambios en la posición del Banco Central en papeles de deuda privada. Esta es una opción que no está abierta para un gran número de países de la región en la escala requerida, razón por la cual la esterilización ha debido realizarse mediante la colocación de títulos de deuda del Banco Central, con posibles consecuencias negativas sobre su patrimonio. Finalmente, como se discutió más arriba, la esterilización tiende a mantener los incentivos a las fugas o entradas de capitales, en la medida en que no permite o bien retrasa un ajuste en las tasas de interés internas.

9.- Los impuestos sobre los ingresos de los capitales financieros de no residentes no parecen haberse empleado de un modo extensivo en la región. Probablemente se deba a las dificultades por las cuales han atravesado nuestros sistemas tributarios, que en muchos casos exhiben insuficiencias en su capacidad de gravar adecuadamente los ingresos de todo tipo. Como es el caso en la mayoría de los impuestos, la efectividad de esta herramienta depende de la capacidad del factor gravado de evitar la incidencia tributaria. Dada la escasa homogeneidad en el trato tributario entre los países, así como la movilidad progresivamente mayor que exhibe el capital merced al desarrollo del sistema financiero

internacional, es muy probable que los incentivos para eludir la carga tributaria reduzcan la efectividad de esta alternativa en el futuro.

10.- Finalmente, los encajes sobre los flujos de capitales, unidos a tasas penales en caso de retiro anticipado de los recursos, por su relativa facilidad de implementación y la ausencia de efectos negativos sobre el capital del Banco Central, aparecen como una herramienta adecuada para estos fines. No obstante, debe tenerse presente que su aplicación continuada conlleva la mantención del costo del capital por sobre su costo alternativo.

Si bien las recomendaciones de política son altamente dependientes de las especificidades de cada país, es posible establecer cierta jerarquización sobre la base del principio de que las medidas adoptadas deben apuntar a corregir el problema en su origen. Se discuten a continuación tres situaciones que parecen haberse presentado con cierta frecuencia en el pasado reciente y que han inducido a un incremento en las entradas de capitales. Es necesario destacar que las políticas recomendadas para enfrentar un deterioro de la situación externa no son exactamente opuestas a las recomendaciones para enfrentar un mejoramiento de ellas. Krugman (1988) y Dornbusch (1988a) estudian políticas para enfrentar un deterioro en las cuentas externas y remitimos al lector a dichas referencias.

a) *Un mejoramiento en las condiciones externas*

Comenzaremos por el caso posiblemente menos polémico. Existe cierto consenso en torno a la necesidad de efectuar correcciones cambiarias cuando los fundamentos económicos señalan que una posición deficitaria en cuenta corriente no es sostenible. Del mismo modo, si la afluencia de capitales obedece principalmente a un cambio duradero en los fundamentos económicos, tales como un mejoramiento en la calidad de deudor del país, originada, por ejemplo, en los efectos de reformas estructurales, ganancias de competitividad sostenibles o bien una apreciación más optimista de su entorno externo, entonces la primera opción de política consistiría en permitir la entrada de recursos externos y la revaluación cambiaria en términos reales. Lo anterior no implica que la autoridad no deba ejercer cierta prudencia, a fin de graduar la velocidad de ingreso de los capitales financieros y evitar presiones inflacionarias indebidas. La capacidad de una economía de absorber productivamente una mayor disponibilidad de recursos externos varía según el grado de integración a los mercados externos, el margen disponible para expandir de modo no inflacionario el gasto y crecer sin requerimientos adicionales de inversión, la vigencia de políticas que aseguren que dichos recursos se canalicen efectivamente a la formación de capital, la existencia de un adecuado marco regulatorio del sistema financiero que prevenga un relajamiento de la prudencia con que deberían concederse créditos, etc. Estas consideraciones dictarán la

velocidad con la cual se permitiría que las mejores condiciones externas se tradujeran en efectos internos. No obstante, en un plazo prudente, éstas no debieran obstaculizar el disfrute de mayores niveles de bienestar que conlleva un mejoramiento duradero de la posición externa del país.

Cabe hacer notar que, posiblemente, el plazo en el cual se permita la manifestación total del mejoramiento de las condiciones externas tiene importantes consecuencias sobre el nivel de desarrollo de los sectores exportadores. En efecto, durante las primeras etapas del desarrollo exportador, estos sectores exhiben tasas de crecimiento superiores al resto de la economía, merced al estímulo proveniente de un tipo de cambio real alto y estable. Cuanto antes se permita la relativa reducción del tipo de cambio real que posibilita un mejoramiento duradero en las condiciones externas, más corto será el período de crecimiento extraordinario de los sectores exportadores, evolucionando posteriormente según el progreso tecnológico sectorial y la demanda mundial, entre otros factores condicionantes. Cuanto más breve dicho período extraordinario, menor sería la participación de los sectores exportadores en el producto correspondiente al equilibrio estacionario. A su vez, ese hecho podría llevar a un grado de apertura productiva de la economía inferior al óptimo, donde la optimalidad toma en cuenta la mayor resistencia o capacidad de absorción de las perturbaciones externas que ofrecen estructuras de producción diversificadas y flexibles, como las que induciría una mayor orientación hacia los mercados mundiales.

Resulta difícil determinar una falla de mercado hacia la cual orientar los esfuerzos de política; los desincentivos a la entrada de capitales se justificarían principalmente como una medida transitoria de segunda opción encaminada a obtener el tiempo necesario para lograr el nivel de desarrollo deseado de los sectores exportadores. En el intertanto las políticas de primera opción consistirían principalmente en la introducción de mecanismos que posibiliten una mejor canalización de recursos financieros, internos y externos, hacia la inversión en tales sectores, acciones que permitan una inserción más rápida en los mercados externos y el mejoramiento de la infraestructura necesaria para tal fin.

b) Alta preferencia por el consumo presente

Una recomendación diferente se desprende si la razón para que haya una mayor afluencia de recursos externos estriba en una gran preferencia por el consumo presente que, previo a la entrada de estos, encarece los recursos de capital y eleva la rentabilidad de equilibrio de los activos internos por sobre la prevaleciente en el mercado externo. En este caso la primera opción de política consiste en la promoción del ahorro interno (privado y público) unida a la instauración de mecanismos que posibiliten su eficiente canalización hacia la inversión real. De este modo tendería a compensarse el efecto negativo que tiene la elevada preferencia por

el consumo presente sobre la generación de ahorro, se reduciría el costo de los recursos de capital y se moderaría la demanda de recursos externos.

Si las opciones señaladas precedentemente no están abiertas, entonces cabe considerar políticas de segunda opción. Puesto que el problema es la insuficiencia de ahorro, o bien el consumo "excesivo", podrían considerarse medidas orientadas a desincentivar o bien limitar la canalización de recursos financieros hacia el consumo. De este modo, se evitaría que una porción importante de los recursos externos sustituyera al ahorro doméstico y, al permitir que los recursos financieros externos se canalicen a la inversión, no se encarecerían los recursos destinados a este fin. Esta se cataloga como una política de segunda opción porque involucra cierto grado de intervención administrativa a fin de limitar o restringir la acción del sistema financiero.

Como tercera opción de política cabe considerar los encajes sobre los flujos de capitales financieros. Si bien reducen la rentabilidad de los activos internos para los inversionistas no residentes, tienden a mantener el costo de los recursos de capital por sobre su costo alternativo. Una alternativa inferior es, en este caso, la intervención esterilizada, por las razones antedichas sobre el patrimonio del Banco Central. En general, las restantes opciones deben considerarse no deseables, ya que no se orientan a solucionar el problema en su origen.

c) Variación transitoria de las tasas de interés externas

Como se señaló anteriormente, las menores tasas de interés observadas en algunos importantes centros financieros internacionales parecen ser el motivo de la reciente afluencia de capitales financieros hacia países de la región. En la medida en que este fenómeno sea duradero, las respuestas de política ya han sido cubiertas en el primer punto. Los cambios transitorios en el contexto externo requieren otro tipo de respuestas, tendientes a evitar los costos derivados de una reversión en los flujos de capitales.

La primera opción de política corresponde en este caso a encajes sobre las entradas de capitales, tanto por su facilidad de implementación como para evitar efectos sobre el patrimonio del Banco Central. Además, estos encajes se complementarían con tasas penales de retiro anticipado.

Como segunda opción de política podría considerarse la instauración de impuestos transitorios a los ingresos sobre los capitales financieros externos, aun cuando en horizontes de corta duración su aplicación práctica puede resultar difícil. Por ello, en la medida en que las alternativas anteriores no estén disponibles, cabe considerar, en tercer lugar, la intervención

esterilizada de parte del Banco Central, siempre que los efectos sobre su patrimonio no resulten exagerados.

Las demás medidas, tales como prohibiciones y tipos de cambio múltiple, resultan difíciles de jerarquizar; no obstante, debe tenerse presente que no atacan el origen del problema, que en este caso es externo, tienen amplias repercusiones sobre el resto de la economía, resultan en ocasiones difíciles de eliminar una vez instauradas, ya que crean intereses que se benefician con su permanencia, y finalmente son de utilidad decreciente y costos crecientes con el tiempo.

Pese a la relativa simplicidad de los argumentos presentados, debe tenerse presente que una de las mayores dificultades reside en establecer el carácter transitorio o permanente de las variaciones en el entorno externo y el origen interno o externo de los factores causantes de la afluencia de capitales financieros. En consecuencia, algunos países han adoptado una estrategia que combina las políticas discutidas en los puntos a y c, permitiendo cierta revaluación real pero regulando la entrada de capitales mediante encajes e impuestos, recurriendo inclusive a políticas de esterilización. Otros han procedido de un modo más optimista, aceptando reducciones en el tipo de cambio real y en las tasas de interés a una velocidad mayor que los primeros, probablemente sobre la base de que los cambios en el entorno externo son de carácter más permanente que transitorio. El reforzamiento del ahorro interno y de su canalización eficiente a la inversión parece haberse empleado menos como respuesta. Probablemente se deba más a los costos políticos que conllevaría incrementar el ahorro público y privado luego de un largo período de austeridad o bien de bajo crecimiento, que a un consenso en torno a que la preferencia por el consumo presente en nuestra región permitiría generar el ahorro necesario para lograr adecuados niveles de formación de capital.

Este documento ha privilegiado las herramientas de carácter financiero que posee la autoridad para hacer frente a los cambios en la disponibilidad de recursos externos, en particular una entrada mayor que la prevista de capitales financieros. Es pertinente recordar que los incentivos a los movimientos de capitales, tales como las tasas de interés domésticas, la evolución del tipo de cambio real y nominal, y demás son resultados de la interacción de factores financieros y de otros ligados al nivel de gasto de la economía, el ahorro público entre ellos. La autoridad podría recurrir a medidas tendientes a incrementar el ahorro público con el fin de reducir las tasas de interés internas y mantener un tipo de cambio real elevado. En principio ello posibilitaría un menor recurso a medidas de índole financiera para contener la afluencia de capitales. El énfasis otorgado aquí a las medidas de tipo financiero se basa principalmente en la hipótesis de que la velocidad exhibida por las fluctuaciones en estos flujos, exige la aplicación de políticas cuyo efecto sobre los incentivos financieros sean suficientemente rápidos para evitar y

contrarrestar efectos no deseados. En el mediano y largo plazo, no obstante, el logro de la estabilidad interna y los incentivos al desarrollo de los sectores exportadores, principales preocupaciones que han estado presentes en este trabajo, son el resultado de políticas coherentes tanto en los ámbitos financieros como de ahorro público.

BIBLIOGRAFIA

- Brean, D.J.S., R.M. Bird y M. Krauss (1991), Taxation of International Portfolio Investment, Centre for Trade Policy and Law/Institute for Research on Public Policy, Halifax, Nova Scotia.
- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1993a), "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors", IMF Staff Papers, vol. 40, N°1, Washington, D.C., marzo.
- (1993b), "Capital inflows to Latin America with reference to the Asian experience", Fondo Monetario Internacional (FMI), Departamento de Estudios, Washington, D.C., inédito, enero.
- Collins, S.M. (1988), "Multiple exchange rates, capital controls, and commercial policy", en R. Dornbusch y F. Leslie Helmers (comps.), The Open Economy. Tools for Policymakers in Developing Countries, EDI Series in Economic Development, Banco Mundial, Instituto de Desarrollo Económico (IDE), Washington, D.C.
- Dornbusch, R. (1988a), "Balance of payments issues", en R. Dornbusch y F. Leslie Helmers (comps.), The Open Economy. Tools for Policymakers in Developing Countries, EDI Series in Economic Development, Banco Mundial, Instituto de Desarrollo Económico (IDE), Washington, D.C.
- (1988b), "Special exchange rates for capital accounts transactions", Exchange Rates and Inflation, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- (1980), Open Economy Macroeconomics, Basic Books, Nueva York.
- (1976), "Expectations and exchange rate dynamics", Journal of Political Economy, N° 84.
- Eyzaguirre, N. (1990), "Ahorro e inversión bajo restricción externa fiscal. El caso de Chile (1982-1987)", en C. Massad y N. Eyzaguirre (comps.), Ahorro y formación de capital. Experiencias latinoamericanas: Argentina, Brasil, Chile, El Salvador, México, Grupo Editor Latinoamericano (GEL), Buenos Aires.
- Fleming, J.M. (1962), "Domestic financial policy under fixed and under floating exchange rates", IMF Staff Papers, vol. 9, Washington, D.C.

- Iglesias, A. y R. Acuña (1991), Sistema de pensiones en América Latina. Chile: experiencia con un régimen de capitalización 1981-1991, S.R.V. Impresos, Santiago de Chile.
- Jiménez, L.F. (1993), "La indización de activos financieros en cinco países latinoamericanos. Síntesis de la experiencia", Indización de activos financieros. Experiencias latinoamericanas, S.R.V. Impresos, Santiago de Chile.
- Kouri, P.J.K. y M. Porter (1974), "International capital flows and portfolio equilibrium", Journal of Political Economy, vol. 82, N° 3.
- Krugman, P. (1988), "External shocks and domestic policy responses", en R. Dornbusch y F. Leslie Helmers (comps.), The Open Economy. Tools for Policymakers in Developing Countries, EDI Series in Economic Development, Banco Mundial, Instituto de Desarrollo Económico (IDE), Washington, D.C.
- Lora, E. (1993), "La indización de activos financieros: la experiencia en Colombia", en L.F. Jiménez (comp.), Indización de activos financieros. Experiencias latinoamericanas, S.R.V. Impresos, Santiago de Chile.
- Morandé, F. (1993), "Indización financiera, ahorro privado e inercia inflacionaria en el caso de Chile", en L.F. Jiménez (comp.), Indización de activos financieros. Experiencias latinoamericanas, S.R.V. Impresos, Santiago de Chile.
- Mundell, R.A. (1963), "Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates", Canadian Journal of Economics and Political Science, vol. 29.
- Reisen, H. (1992a), "The impossible trinity in South-East Asia", Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), Centro de Desarrollo, inédito, París.
- (1992b), "Financial opening and capital flows", Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), Centro de Desarrollo, inédito, París.
- Sáez, R. (1990), "Applied welfare analysis of tariffs and foreign investment under imperfect competition", tesis para optar al grado de Doctor (Ph.D.), Economics Department, Boston University, inédito.
- Schulthess, W. y G. Damarco (1993), Sistema de pensiones en América Latina. Argentina: Evolución del sistema nacional de previsión social y propuesta de reforma, S.R.V. Impresos, Santiago de Chile.

- Tobin, J. (1969), "A general equilibrium approach to monetary theory", Journal of Money, Credit and Banking, vol. 1.
- Uthoff, A. y R. Szalachman (comps.) (1994), Sistema de pensiones en América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma: El Salvador, Honduras, Jamaica, Paraguay, Trinidad y Tabago, vol. 3, S.R.V. Impresos, Santiago de Chile.
- (1992), Sistema de pensiones en América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma: Bolivia, Brasil, Colombia, Guatemala, México, vol. 2, S.R.V. Impresos, Santiago de Chile.
- (1991), Sistema de pensiones en América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma: Costa Rica, Ecuador, Uruguay, Venezuela, vol. 1, S.R.V. Impresos, Santiago de Chile.
- Williamson, J. y D.R. Lessard (1987), "Capital flight: the problem and policy responses", serie Policy Analyses in International Economics, N° 23, Institute for International Economics (IIE), Washington, D.C.
- Zahler, R. (1992), "Política monetaria con apertura de la cuenta de capital", Revista de la CEPAL, N° 48 (LC/G.1748-P), Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile.