

**AJUSTES MACROECONÓMICOS ANTE LA
AFLUENCIA DE CAPITALES EN CARTERA:**
SU LÓGICA Y ALGUNAS EXPERIENCIAS RECIENTES*

Vittorio Corbo y Leonardo Hernández

El flujo de capitales hacia algunos países en vías de desarrollo ha aumentado sustancialmente en años recientes, hecho que ha venido a proveerlos de buena parte del financiamiento requerido para incrementar sus capacidades existentes y, al mismo tiempo, los niveles de inversión. Pese a ello —señalan los autores—, la afluencia de capitales conlleva algunos problemas, tales como suscitar presiones inflacionarias y redundar en una revaluación del tipo de cambio real. Este artículo analiza las repercusiones macroeconómicas de un aumento en la afluencia de capitales, concluyéndose que ello habrá de traducirse, en general, en un alza del tipo de cambio real, en un sector no transable más vasto, en un sector transable de menor cuantía y en un mayor déficit comercial. A la vez, en un régimen con tipo de cambio fijo se generará un alza de la inflación a pasos acelerados y una acumulación de las reservas en divisas.

Los autores discuten a su vez la posibilidad de que el Estado cumpla un rol interventor para minimizar los efectos y el alza del tipo de

VITTORIO CORBO. Ph. D. en Economía, MIT. Profesor titular de Economía, Universidad Católica de Chile.

LEONARDO HERNÁNDEZ. Ph. D. en Finanzas, Universidad de Columbia. Economista del Departamento de Economía Internacional del Banco Mundial.

* Artículo presentado en el World Bank Symposium on Portfolio Investment in Developing Countries, Washington D.C., 9-10 de septiembre, 1993.

cambio real, y examinan los diversos mecanismos que pueden emplearse para limitar dicha alza en el tipo de cambio real y la diferencia que existe al respecto entre la cartera de inversión y la deuda externa. Finalmente, analizan la forma en que diversos países latinoamericanos y asiáticos han enfrentado últimamente los efectos macroeconómicos colaterales de la afluencia de capitales.

Introducción

La crisis del endeudamiento externo habida en 1982 se vio precipitada por una reducción abrupta en la afluencia de capitales, en una época en la que ciertos países significativamente endeudados se enfrentaban a la vez a una recesión de la economía mundial, un aumento considerable en las tasas de interés a nivel internacional y un deterioro agudo de los términos del intercambio. Las políticas e instituciones económicas débiles exacerbaban los efectos de *shock* de tales factores. En dichas circunstancias, el corte abrupto en la afluencia de capitales obligó a un alza acelerada y también abrupta de la cuantía de la transferencia neta al exterior. En el corto plazo, ese aumento de las transferencias al exterior adoptó la forma de una aguda reducción de las importaciones, con efectos negativos en la actividad económica, en las tasas de inversión y en el crecimiento futuro.

Tras el *shock* inicial, la mayoría de los países significativamente endeudados se abocó, en lo que quedaba de esa década, a introducir modificaciones en sus políticas e instituciones para afrontar el nuevo escenario económico, donde había una disponibilidad bastante menor de financiamiento proveniente del exterior. Ese proceso de ajuste apuntaba a recomponer una situación en la que hubiera una balanza de pagos sustentable, y a sentar al mismo tiempo las bases de un crecimiento sostenido. Ciertos países tenían incluso expectativas de un retorno eventual al mercado de capitales mundial, pero esta vez, para aminorar su propia vulnerabilidad ante los *shocks* externos, buscaban apoyarse algo menos en el endeudamiento y más en la inversión extranjera directa y la inversión en cartera.

En los primeros años que siguieron a la crisis de endeudamiento, la mayoría de los préstamos a los países en vías de desarrollo adoptó la forma de préstamos oficiales de parte de las instituciones financieras internacionales. Dichos préstamos fueron en apoyo de ciertas reformas de las políticas e instituciones vigentes, que propiciaran condiciones apropiadas para restablecer los equilibrios macroeconómicos y forjar los cimientos de un crecimiento sostenido. En años recientes, la afluencia de capital privado

hacia los países que han hecho progresos en sus intentos de ajuste ha aumentado en forma importante. En dicha afluencia se han mezclado préstamos comerciales de los bancos y proveedores, inversión extranjera directa y cartera de capitales. De hecho, el “superávit en la cuenta de capitales” (incluyendo los errores y omisiones netos) de todos los países en desarrollo se elevó de 74,9 mil millones de dólares en 1987 a 83,3 mil millones de dólares en 1990, y luego a 146 mil millones en 1991 y 1992.¹ También la cartera de inversión aumentó de 6,2 mil millones de dólares en 1987 a 37,2 mil millones en 1992, alcanzando a 26,9 mil millones de dólares tan sólo durante la primera mitad de 1993.² La repatriación del capital que había abandonado dichos países a principios de los ochenta ha financiado una parte de esas afluencias de capital. Sin embargo, ha habido gran interés en atraer la inversión extranjera directa, en la medida que ese tipo de flujo viene incluido con el acceso a las nuevas tecnologías, y también a los mercados. En el caso de la inversión en cartera, el interés obedece a la posibilidad que se plantea de contar con financiamiento del capital de riesgo para la expansión del sector privado.

Los países anfitriones han incentivado ese aumento de la inversión extranjera directa mediante la supresión de las restricciones precedentes y ofreciendo mejores perspectivas futuras a la inversión, esto es, las que suponen las reformas macroeconómicas introducidas. El aumento en la afluencia de capitales, que sobrevino a pocos años de la crisis de endeudamiento, es beneficioso para los países anfitriones porque posibilita un relajamiento de los varios y muy severos constreñimientos financieros a los que se vieron enfrentados durante buena parte de los ochenta. El novedoso atractivo de las actuales afluencias de capital es bien distinto al del flujo habido a finales de los setenta y principios de los ochenta, porque ahora los recursos van al sector privado y no adoptan la modalidad de lo que eran, ante todo, instrumentos propiciatorios del endeudamiento.

Con la crisis de endeudamiento, tan próxima en el tiempo, resulta paradójico que a principios de los noventa pudiera plantearse el problema de estar recibiendo “demasiada” afluencia de capitales. Pero es preciso reconsiderar el aumento habido en los flujos de capital a los países en desarrollo, por los efectos macroeconómicos y otros colaterales que el fenómeno pudiera tener en los países receptores. En rigor, dichas afluencias de capitales podrían convertirse eventualmente en un problema cuando son de corto plazo y altamente volátiles. Se suele atraer este tipo de flujos,

¹ *World Economic Outlook*, FMI, mayo de 1993.

² Sudarshan Gooptu (1993) y John Williamson (1993).

también denominado “dinero caliente” (*hot money*), en virtud de ciertas imperfecciones o yerros de la política existente, que crean una brecha enorme entre las tasas de interés locales y las tasas internacionales, aumentadas por la devaluación esperada. El flujo en cuestión podría generar cierta inestabilidad poco aconsejable en la inflación y en las tasas de cambio nominales y reales. Si el mercado de capitales exhibe imperfecciones y los sectores exportadores y competidores con importaciones adolecen de dificultades prolongadas o problemas de costos de ajuste o de colapso financiero, dichas fluctuaciones podrían tener un costo económico importante.

No es sorprendente, pues, que en muchos países las autoridades económicas intenten hoy desalentar el flujo de dinero caliente, suprimiendo las imperfecciones que lo incentivan en primera instancia o controlando los efectos colaterales de la afluencia de capitales a través de diversas formas de intervención estatal. Las afluencias de capital algo más cíclicas podrían generar a la vez fluctuaciones cíclicas en el tipo de cambio real. Estas últimas podrían crear dificultades a los sectores transables y al manejo macroeconómico global. Este tipo de afluencias genera problemas similares al denominado “problema holandés endémico” que suscita el hallazgo de un yacimiento mineral.

En este artículo revisamos, en primer lugar, los efectos macroeconómicos y otros correlativos de la afluencia de capitales. En segundo lugar, intentamos clarificar la paradoja aludida y analizamos las razones por las que un país debería preocuparse, eventualmente, de estar recibiendo “demasiados” capitales. En tercer lugar, analizamos las diversas políticas económicas que los distintos países pueden poner en práctica para encarar los efectos colaterales de la afluencia de capitales. En cuarto lugar, estudiamos la forma concreta mediante la cual seis diferentes países en vías de desarrollo han manejado la afluencia de capitales en años recientes. Por último, extraemos ciertas conclusiones acerca de cómo manejar la afluencia de capitales para minimizar algunos de sus efectos colaterales.

1. Efectos macroeconómicos y otros efectos relacionados de la afluencia de capitales

1.1 Aspectos macroeconómicos de la afluencia de capitales

Al posibilitar un relajamiento en los constreñimientos a que se enfrentan los países receptores en cuanto a liquidez, la afluencia de capita-

les puede provocar una baja en las tasas de interés locales, lo cual redundará a la vez en un incremento de los gastos nacionales. El aumento del gasto privado y público echa a andar un proceso de ajuste económico. Con fines de análisis, supongamos que el país produce y consume tan sólo tres bienes: un bien exportable, uno importable y uno no-transable. Suponiendo de antemano que los términos del intercambio entre el bien importable y el exportable son fijos, esos dos bienes pueden agruparse en una categoría de sólo uno, a la que podemos designar como “de bienes transables”. Tras un aumento del gasto (que se hace posible por una afluencia de capitales) y dado un patrón establecido de demanda de esos dos tipos de bienes, una parte de ese incremento del gasto irá destinada a los bienes transables y otra a los no-transables. El incremento en bienes transables habrá de aumentar el volumen del déficit comercial y, de ese modo, servirá para hacer un ajuste directo de la afluencia de capitales. Si eso fuera todo, el ajuste sería fácil. La única preocupación relativa a la afluencia de capitales tendría en cuenta el carácter sostenido de esa afluencia y la solvencia del país.

Pero ello no es todo. El incremento en la demanda de bienes no-transables genera, al precio relativo existente entre los bienes transables y los no-transables, un exceso de demanda por bienes no-transables, lo que habrá de redundar —independientemente del régimen de tipo de cambio imperante— en un aumento del precio relativo de los bienes no-transables, esto es, en una apreciación del tipo de cambio real. La revaluación del tipo de cambio real habrá de generar, a su vez, incentivos para la reasignación de factores desde el sector transable al no-transable y para un viraje de los gastos desde los bienes no transables a los transables. El resultado final será una revaluación real, un sector no-transable más vasto, un sector transable más reducido y un mayor déficit en la balanza comercial. La revaluación real ocurrirá bien a través de un alza del tipo de cambio nominal (en un sistema con tipo de cambio flotante) o de un aumento del precio nominal del bien no-transable (en un sistema con tipo de cambio fijo o previamente anunciado).³

La revaluación real es el mecanismo de precios en funcionamiento. El incremento en los gastos locales, posible por las afluencias iniciales de capital, echa a andar todo el proceso y, junto con la revaluación real y las

³ La dinámica de una economía en que impera un sistema con un tipo de cambio flotante es distinta a la descrita en este acápite, pese a lo cual subsiste, como derivado final, una revaluación real del tipo de cambio. Véanse Dornbusch (1976) y Calvo y Rodríguez (1977).

características de la oferta y demanda de ambos tipos de bienes, determina la magnitud final del déficit de la balanza comercial. He aquí la dinámica macroeconómica estándar del problema de la transferencia externa de recursos. Un incremento a corto plazo del endeudamiento, un aumento en los flujos de capital oficial o de la inversión foránea directa habrán de echar a andar un proceso similar. Sin embargo, los últimos dos tipos de afluencias de capital son mucho menos reversibles y, por ende, la revaluación real será bastante menos volátil. Pero, así y todo, puede ser que las autoridades económicas quieran suavizar la evolución del tipo de cambio real. Del hallazgo de un yacimiento mineral o un alza permanente en los términos del intercambio resultaría a la vez un proceso de ajuste similar. La única diferencia es que, en el último caso, el bien exportable que se beneficia con el aumento del precio habrá de conducir a un aumento de la producción, mientras que el resto del sector transable perderá recursos en beneficio del bien exportable en expansión y el sector no-transable. Se trata del bien conocido “problema holandés endémico”, certeramente analizado por Corden y Neary (1982) y Corden (1984).

1.2 Otros efectos colaterales de la afluencia de capitales

Existen otros dos efectos relacionados con el aumento en el flujo de capitales. El primero es que un mayor volumen del capital que ingresa al país habrá de generar un aumento de los fondos intermediados en los mercados de capital locales y hará que se expanda el volumen de los activos y pasivos financieros en el país. Si la reglamentación y supervisión financieras son débiles, ello podría convertirse en la fuente de un problema potencial. En segundo lugar, en un sistema con un tipo de cambio fijo o predeterminado, la política monetaria será menos efectiva.

2. ¿Por qué debería un gobierno preocuparse del aumento en la afluencia de capitales?

2.1 El caso general

Hay varias razones por las que los países receptores suelen mostrar su preocupación ante un aumento sustancial en la afluencia de capitales.

En primer lugar, para esos países en que el grado de supervisión sobre el sistema financiero es más o menos débil, la mayor cantidad de

fondos que pasa a ser intermediada puede exacerbar los problemas de riesgo moral y redundar en una burbuja financiera que podría, eventualmente, conducir a una crisis financiera.

En segundo término, en países que han reformado en fecha reciente sus políticas y reforzado su integración con la economía mundial, la revaluación del tipo de cambio real que se requiere para que ocurra la transferencia puede erosionar las ganancias de los sectores orientados al comercio y, por ende, hacer peligrar la reforma de la política comercial en marcha. La reforma del régimen comercial para reducir la discriminación en contra de las exportaciones conlleva ciertas reformas arancelarias y una devaluación real inicial acompañada, de allí en adelante, de un tipo de cambio real más o menos estable, ajustado, eso sí, por cambios en el tipo de cambio real de equilibrio (Thomas *et al.*, 1990). Para los países que han iniciado la reforma comercial, la revaluación real asociada a los mayores gastos podría generar efectos cruzados con la liberalización del comercio y redundar, eventualmente, en una pérdida de credibilidad en el carácter sostenido de las reformas. La preocupación fundamental apunta aquí a las afluencias cíclicas de capital que redundarían en un desfase del tipo de cambio real, con costos reales importantes. Tales costos habrán de persistir incluso después de revertirse el desfase inicial.

En tercer lugar, en países que aspiran a que un programa de estabilización con un tipo de cambio nominal fijo o previamente anunciado actúe como un anclaje para los precios al nivel local, bien podría ocurrir que a las autoridades les preocuparan los efectos de monetización de las grandes afluencias de capital. La expansión en la oferta monetaria provocada por las grandes afluencias de capital tendrá efectos inflacionistas a través del precio de los bienes no transables.

En cuarto lugar, si la afluencia de capitales es volátil y/o de tipo transitorio, la reversibilidad de tales flujos puede tener costos reales de ajuste, en virtud de los costos de reasignación de los recursos, las quiebras, problemas de “histerisis” u otras imperfecciones del mercado. Si se considera que la afluencia de capitales tiene un alto componente transitorio, el país intentará evitar un proceso de ajuste global que deba ser revertido luego. El revertir un ajuste inicial podría ser muy costoso si ello implica ciertos costos irreversibles. En relación con ello, para aquellos países con un sistema de tipo de cambio algo más flexible, los flujos de capitales podrían ser la fuente de una excesiva volatilidad en el tipo de cambio nominal y real, lo cual es particularmente relevante en el caso del dinero caliente.

En quinto lugar, siempre existe la preocupación de mantener un

déficit en cuenta corriente como proporción del PIB que sea posible sostener en el largo plazo. Un aumento súbito en esta proporción podría incrementar la prima de riesgo del país y también restringir su acceso futuro al mercado de capitales internacional.

En sexto lugar, existe un argumento propio de la economía política. En muchos países puede ocurrir que el gobierno esté sometido a fuertes presiones políticas de ciertos grupos de interés ligados a los sectores exportadores y competidores con importaciones, con miras a que ese gobierno suprima o limite la revaluación del tipo de cambio real que podría resultar de la afluencia de capitales. En tal caso, muchos gobiernos están obligados a adoptar medidas “de protección del tipo de cambio”.

Por último, en esos países con un tipo de cambio nominal fijo o previamente anunciado, bien podría ocurrir que a las autoridades les preocuparan los efectos de monetización de las grandes afluencias de capital y su falta de control sobre la política monetaria. Así, puede haber razones macroeconómicas relacionadas con la capacidad de implementar políticas monetarias en países con una capacidad limitada de implementar políticas fiscales. Es bien sabido que en un sistema con un tipo de cambio fijo y una cuenta de capital abierta, y con activos locales que son verdaderos sucedáneos de los activos foráneos, la efectividad de la política monetaria se verá seriamente perjudicada (Mundell, 1968).

2.2 ¿Cuál es la diferencia en el caso de la inversión en cartera?

En el acápite precedente analizamos brevemente los problemas macroeconómicos potenciales que crea la afluencia de capitales. Sin embargo, el análisis se aplica a la afluencia de capitales en general, en la medida en que no se hizo ninguna distinción entre los distintos tipos de flujos de capital. En este acápite se considerarán los rasgos particulares de la inversión en cartera y los problemas macroeconómicos específicos asociados a ella.

2.2.1 *La volatilidad*

El rasgo más destacado de la inversión en cartera, a diferencia de otras formas de afluencias de capital —como la inversión foránea directa, los préstamos de las instituciones financieras internacionales o los empréstitos bancarios de largo plazo—, es que ella implica un riesgo potencial de

una reversión de esa afluencia en el muy corto plazo, esto es, la posibilidad de que los inversionistas extranjeros decidan abandonar repentinamente el país en que están invirtiendo. Ese riesgo potencial de reversión-de-la-afluencia es sólo comparable al caso de los empréstitos bancarios de corto plazo (dinero caliente) y puede resultar muy perjudicial en términos de una mayor volatilidad del tipo de cambio o una mayor volatilidad de la tasa de interés, o ambas opciones a la vez. A mayor abundamiento, si el Banco Central no reacciona con la debida presteza y el *stock* de las reservas internacionales está en un nivel bajo, ello puede ocasionar una crisis de la balanza de pagos.

Un impacto negativo —como un proceso político decepcionante, un decremento súbito en el precio del bien exportable fundamental o un incremento en el precio del bien importable igualmente fundamental (esto es, un empeoramiento en los términos del intercambio), o bien una alteración en el esquema de tributación fijado a las utilidades de tales afluencias— puede ocasionar una repentina venta de los activos locales por los inversionistas extranjeros para llevarse su dinero del país. Alternativamente, sólo querrán mantener su inversión en el lugar si se les garantiza una mayor utilidad. Si es ese el caso, habrán de reaccionar vendiendo las *acciones* locales que detentan y con los recursos derivados de ello comprarán moneda extranjera. Esto ocasionará (inicialmente) una caída en el índice general de los valores accionarios y, dependiendo del sistema imperante en lo que se refiere al tipo de cambio, un aumento en las tasas de interés a nivel local o una devaluación del tipo de cambio, o ambas opciones a la vez.

En un sistema con un tipo de cambio flotante, y si los activos locales son un perfecto sucedáneo de los foráneos, se dará un fuerte incremento (disparándose incluso) en el tipo de cambio. Ello ocurrirá de tal forma que la revaluación futura esperada de la divisa local habrá de compensar con exactitud a los inversionistas extranjeros por la diferencia entre las tasas de interés locales (que seguirán al nivel inicial) y las tasas de interés más altas que ellos requieren tras el impacto negativo.⁴

En un sistema con tipo de cambio fijo, y asumiendo de nuevo que hay una sustitución perfecta de los activos foráneos y locales, los valores accionarios caerán en el país; el nivel de las reservas internacionales del

⁴ En el análisis, se supone que los precios locales no sufren un ajuste inmediato, es decir, que el mercado de bienes de consumo se adapta más lentamente que los mercados de activos. Véanse Dornbusch (1976) y Calvo y Rodríguez (1977).

Banco Central bajará y las tasas de interés locales subirán a medida que disminuye la liquidez interna (vale decir, el *stock* nominal de dinero).

Alternativamente, si se da un impacto favorable tal que los inversionistas extranjeros quieran invertir más en el país anfitrión, los valores accionarios subirán y, dependiendo del régimen imperante en cuanto al tipo de cambio, las tasas de interés locales caerán y el *stock* de dinero aumentará (en un sistema con tipo de cambio fijo), o el tipo de cambio se revalorará hasta un punto en que la devaluación esperada compense a los inversionistas extranjeros por las menores ganancias esperadas que requieren tras la ocurrencia del impacto favorable (en un sistema con tipo de cambio flotante).

Si los activos extranjeros y locales (es decir, las acciones) no son perfectos sucedáneos entre sí, las tasas de interés locales pueden diferir de las tasas de interés foráneas esperadas, aumentadas por la devaluación. En tal caso, el ajuste de las tasas de interés (en un sistema con tipo de cambio fijo) o en el tipo de cambio (en un sistema con tipo de cambio flotante) será algo menos severo, aun cuando habrá de ceñirse al mismo patrón. De este modo, si ocurre un impacto negativo en un sistema con tipo de cambio flotante, los valores accionarios caerán y las tasas de interés locales subirán (en condiciones de una perfecta sustitución, las tasas de interés locales permanecen constantes). Por ende, el tipo de cambio habrá de dispararse en menor grado que en el caso de una sustitución perfecta. En un sistema con tipo de cambio fijo, el mismo impacto negativo habrá de provocar un incremento menor de las tasas de interés locales en el caso de una sustitución imperfecta de los activos que en el caso de una sustitución perfecta de los mismos.⁵

Las fluctuaciones de precios indicadas pueden resultar una fuente importante de incertidumbre que refrene a los inversionistas (extranjeros y locales) a la hora de invertir en el lugar y, al mismo tiempo, ser muy perjudiciales para la economía en su conjunto si las fluctuaciones en las tasas de interés o de cambio son muy pronunciadas. La pérdida para la economía en su conjunto ocurre a causa de las quiebras y la “histerisis”, cuando las tasas de interés aumentan y/o el tipo de cambio se revalúa (esto último se aplica únicamente a los sectores exportadores e importadores en competencia).

⁵ Es importante advertir que *sólo* en caso que la sustitución entre los activos foráneos y locales sea menos que perfecta es posible que el Banco Central esterilice las afluencias de capital. La importancia de esto se verá más adelante, cuando se analicen los casos reales de ciertos países.

Para evitar estas fluctuaciones adversas de los precios, la autoridad deberá intervenir, ya sea vendiendo o comprando divisas en un sistema con tipo de cambio flotante, o bien esterilizando, en caso de haber un tipo de cambio fijo. De otro modo, el Banco Central estará consiguiendo que, en algún sentido, el funcionamiento de ambos regímenes de tipo de cambio sea muy similar.

2.2.2 Las inversiones en cartera y las fluctuaciones macroeconómicas

Otra característica importante de las inversiones en cartera, a diferencia de otras formas de afluencias de capital como los empréstitos bancarios, es su comportamiento durante las distintas fases del ciclo macroeconómico. De hecho, se ha sostenido que el préstamo bancario exacerba el ciclo a raíz de su patrón pro-cíclico, esto es, que los bancos están deseosos de prestar más dinero durante las fases expansivas, y de recuperación del ciclo, que durante las recesivas. Sin embargo, puesto que la inversión en cartera implica que las ganancias y pérdidas privadas ocurren siempre que fluctúan los valores accionarios, los inversionistas privados habrán de refrenarse de vender (o comprar) cada vez que los valores accionarios sean “demasiado” bajos (o “demasiado” altos), esto es, intentarán evitar la ocurrencia de pérdidas de capital. Dicho comportamiento habrá de redundar en un mecanismo amortiguador endógeno del ciclo. Por cierto que este razonamiento se aplica tan sólo cuando los activos locales y foráneos no son sucedáneos perfectos entre sí.

3. ¿Qué se puede hacer para paliar los efectos colaterales de la afluencia de capitales?

En años recientes, muchos países han intentado gozar del flujo de capitales externos y, al mismo tiempo, resguardar los factores macroeconómicos de una revaluación real y en grande y/o una aceleración de la inflación. Para paliar estos problemas potenciales ocasionados por esas afluencias de capital, los países pueden emplear métodos indirectos, directos o ambos. En este acápite, analizaremos brevemente esos métodos.

3.1 Métodos directos

Si se piensa que, por su tamaño o su composición, la afluencia de capitales va a generar problemas macroeconómicos del tipo analizado pre-

viamente, y que ellos serán motivados por las imperfecciones en el mercado financiero local, los países receptores pueden intentar eliminar la distorsión que está ocasionando la afluencia de capitales. El tipo de distorsiones que favorecen la afluencia de capitales de corto plazo son, por vía de ejemplo, la mantención de una tasa de interés local alta y la protección, al mismo tiempo, del riesgo cambiario a través de la facilidad de *swaps* con el Banco Central. También el hecho de ofrecer seguros de depósito libre en los bancos comerciales locales, junto con una tasa de interés local elevada y un tipo de cambio nominal fijo, puede provocar un aumento en la afluencia de capitales.

Las afluencias de capital especulativo de corto plazo (dinero caliente) podrían derivarse a la vez de una política monetaria restrictiva asociada a una política fiscal expansiva. En este último caso, la variación en la mezcla de ambas políticas hacia una política fiscal más restrictiva y una política monetaria menos restrictiva, por la vía de reducir las tasas de interés locales hasta un nivel próximo a la suma de las tasas de interés internacional y la tasa de devaluación esperada, es decir, el aproximarse a la condición de una paridad en la tasa de interés, reduce los incentivos a las afluencias de capital del tipo que responde fundamentalmente a los diferenciales en las tasas de interés y/o a la expectativa de una futura caída en las tasas de interés locales, o sea, los empréstitos bancarios y las inversiones en cartera.

Si no fuera posible paliar la causa última del aumento en la afluencia de capitales y el país se sintiera inquieto ante los efectos macroeconómicos de las mismas, se podrían intentar métodos directos para controlar la magnitud de ellas. Los métodos directos consisten en imponer restricciones a la afluencia de capitales para reducir su cuantía. Las medidas en cuestión incluyen la fijación de un techo al endeudamiento externo, requerir un mínimo de reservas en los empréstitos foráneos, fijar un techo a la inversión extranjera directa, etc. Las autoridades podrían intentar reducir, a la vez, la cuantía de las afluencias mediante la fijación de impuestos a las mismas, a través del impuesto de ecualización de la tasa de interés de Tobin. Dicha medida funciona tan sólo en el corto plazo, en la medida en que es muy difícil contar con formas efectivas de controlar la afluencia de capitales en el largo plazo (Mathieson y Rojas, 1993). Además, si no hay una distorsión que motive estos ingresos de capitales, introducir restricciones disminuye el bienestar del país.

3.2 Métodos indirectos

Entre los métodos indirectos están los siguientes:

Intervención. Es la compra de divisas por el Banco Central para sostener el tipo de cambio nominal. Dicha intervención puede ser de dos tipos: esterilizada y no esterilizada. En el caso de una intervención esterilizada, el Banco Central lleva también a cabo operaciones de mercado abierto para absorber la liquidez generada por la compra inicial de divisas. También se puede implementar la esterilización imponiendo otras restricciones que operan a través de una reducción en el multiplicador de dinero —como un aumento en las reservas requeridas de la banca comercial o un techo en el crédito total de la banca comercial—, que contribuya a su vez a evitar el efecto de monetización de la compra de moneda extranjera (esto es, para que restrinja el aumento de la oferta monetaria). Sin embargo, el espacio de que se dispone en esta área está limitado por el grado de sustitución entre los activos foráneos y locales. En un régimen con tipo de cambio fijo o una tasa nominal previamente anunciada (“tablita”), cuanto más abierta es la cuenta de capitales y mayor el grado de sustitución entre los activos locales y foráneos, menos efectiva resulta esta política.⁶ Normalmente, ella aumenta además el déficit cuasi-fiscal del Banco Central.

En países con un nivel de producción cercano a la productividad potencial, la intervención no esterilizada suele implementarse con otra política para restringir la demanda agregada.

Ajuste fiscal. Una política fiscal restrictiva aspira a generar un efecto macro y de composición del gasto. El primero (*ceteris paribus*) intenta paliar el aumento en la demanda agregada que genera la afluencia de capitales. El segundo ayuda a mantener un tipo de cambio real más alto que el que se conseguiría de otro modo, pues es más probable que el consumo estatal sea más intensivo en bienes no transables que lo que es el gasto privado.

Liberalización de la cuenta corriente. La liberalización de la cuenta corriente ayuda a distender la presión que se ejerce sobre la economía local al derivar el consumo hacia bienes transables (esto es, importables y exportables). Tal como una política fiscal restrictiva, tiene un efecto de composición y ayuda a mantener un tipo de cambio real más alto que el que se conseguiría de otro modo.

Liberalización de la salida de capital. La liberalización del flujo de capital al exterior puede inducir a los inversionistas locales, como son los

⁶ Para una revisión reciente de las afluencias de capital en un marco del tipo IS-LM, véase Frankel (1993); para una revisión también reciente de las intervenciones del Banco Central, véase Edison (1993), y para una revisión reciente de las cuestiones de política económica asociadas a las afluencias de capital, véase Calvo *et al.* (1993).

fondos de pensiones, a transferir su capital al exterior. Puede que esto compense parcialmente los efectos de las afluencias de capital.⁷

Derivación a un sistema con tipo de cambio flotante. Al aproximarse a un régimen con tipo de cambio flotante, como puede ser ampliar la banda en un sistema con un tipo de cambio oscilante dentro de una franja, aumenta el riesgo asociado al tipo de cambio al que se enfrentan los participantes dentro del mercado. Por ende, habrá un menor interés en aportar afluencias de capital de corto plazo.

3.3 Medidas para paliar la volatilidad

El análisis precedente se refiere a las políticas relativas al tipo de cambio real y los problemas inflacionarios. En los párrafos subsecuentes se analizarán brevemente algunas medidas políticas eventuales para paliar la volatilidad potencial asociada a la inversión en cartera.

Restricción de las fugas de capital. El propósito de esta política en particular es reducir el riesgo de que el flujo de capital se revierta, limitando la cuantía del capital que les está permitido sacar del país a los inversionistas extranjeros dentro de un período determinado. Aun cuando dicha política pueda ser relativamente efectiva para reducir el daño potencial de una fuga de capital repentina, es a la vez muy probable que reduzca en primera instancia la cuantía de la inversión en cartera, limitando los beneficios económicos del acceso al financiamiento externo.⁸

Supresión de todas las restricciones a las fugas de capital. Dado el resultado previo, una política alternativa es la de permitir a los residentes locales que inviertan en todo tipo de activos foráneos sin restricciones. Ello tendrá dos efectos distintos: *primero*, como los inversionistas foráneos habrán de visualizar al país anfitrión como menos riesgoso (en términos de una menor probabilidad de quedar varados allí), ello puede aumentar la cuantía de la afluencia de capitales; *segundo*, como los activos locales estarán diversificados en mejor forma a nivel internacional, los efectos de un impacto negativo serán menos severos en primera instancia. Pero ante todo, esta política puede reducir la probabilidad de que el flujo se revierta.

⁷ El resultado es ambiguo. En ciertos modelos vigentes, una liberalización de las fugas de capital puede ocasionar una mayor afluencia de capital. Véase Laban y Larraín (1993).

⁸ Véase la nota anterior.

Apertura de la cuenta corriente. En virtud de un razonamiento similar al del párrafo precedente, la apertura de la cuenta corriente puede servir para limitar los efectos de un impacto negativo en el país anfitrión. Dicha apertura habrá de significar normalmente que los activos reales del país anfitrión estarán más diversificados. Por ende, la economía en su conjunto se verá menos afectada por el impacto negativo sobre un sector productivo específico.

Mantención de objetivos fiscales y monetarios de largo plazo. Tendría que estar muy claro, a estas alturas, que el objetivo final de cualquier medida de política económica en este campo es el de estructurar una economía más resistente a los impactos negativos. Al respecto, actuar con cierta flexibilidad a nivel fiscal es un requisito necesario para mantener un presupuesto equilibrado en el largo y el corto plazo. El equilibrio fiscal es necesario para evitar un alza de la inflación cuando se dé ese impacto negativo. Igualmente, un objetivo monetario de largo plazo es casi ineludible, a la vez que acumular un gran *stock* de reservas internacionales, lo que puede resultar muy provechoso a la hora de afrontar dicho impacto. Por último, es importante advertir que contar con más reservas y mantener cierta disciplina fiscal y monetaria ayuda no tan sólo por la mayor capacidad de absorción del *shock* en la economía, sino también por el valor “indicativo” o el “efecto reputación” que tiene ante los inversionistas extranjeros.

Mayor flexibilidad. Una herramienta de política económica útil, que ayuda a edificar una economía más fuerte y resistente a un *shock*, consiste en una mayor discrecionalidad para forzar la asignación de recursos hacia determinados usos. Por ejemplo, el hecho de forzar la inversión del ahorro privado —como los fondos de pensiones— en bonos del Banco Central (o en activos extranjeros) puede contribuir a esterilizar la expansión de dinero ocasionada por una afluencia repentina de capital. Alternativamente, una fuga repentina de capital, que reduce en forma significativa la cuantía de dinero (local) puede verse compensada por la vía de forzar a los inversionistas institucionales locales a conservar menos bonos del Banco Central.

En suma, la forma de paliar el riesgo de una reversión potencial en el flujo de la cartera de inversiones no es cuestión de restringir las fugas de capital, sino de forjar mecanismos que permitan absorber el *shock*, de modo de minimizar los efectos de un impacto negativo sobre la economía.

4. La forma de paliar la afluencia de capitales: Experiencias recientes de ciertos países

Al reanudarse la afluencia de capitales hacia algunos países en desarrollo al término de los años ochenta y principios de los noventa, los distintos países aplicaron diversas políticas para paliar algunos de los problemas macroeconómicos potenciales generados por tales flujos, los cuales ya se han analizado en los acápites precedentes. En esta sección, se pasa revista a la experiencia concreta de ciertos países.

4.1 Chile

Hoy por hoy, la economía chilena es la que crece más rápidamente de toda América Latina. En el período 1973-1992 se introdujo en el país un paquete de varias reformas estructurales, cuyo objetivo fundamental era lograr la estabilidad macroeconómica e incrementar la eficiencia de la economía. La tendencia general de tales reformas ha sido incrementar el papel del mercado, abrir la economía al comercio exterior y otorgar una participación creciente al sector privado en la economía.⁹

El aspecto más notable en el desempeño de la economía chilena es que a principios de los setenta, y luego a comienzo de los ochenta, el país sufrió dos crisis económicas de envergadura. Sin embargo, entre las dos se inició una profunda transformación estructural que prosiguió luego de la segunda. Tras cierta confusión en los primeros años subsecuentes a esa segunda crisis, en 1984 el Gobierno diseñó y aplicó un programa de ajuste global para restaurar los equilibrios macroeconómicos en condiciones de acceso restringido al crédito externo. Se mezcló una política de devaluación agresiva con la severa disciplina monetaria y fiscal para lograr una devaluación real sustancial y un aumento de la competitividad de los sectores orientados al comercio exterior.

Fruto de las grandes devaluaciones nominales y las políticas macroeconómicas de apoyo aplicadas simultáneamente, el tipo de cambio real se devaluó en 89,1% entre 1981 y 1986. La devaluación real se acompañó de periódicas reducciones en el máximo nivel arancelario. Esa nueva política modificó en términos drásticos los incentivos en favor de las

⁹ Para una revisión de las reformas introducidas en Chile en los últimos veinte años y las causas de la crisis, véanse Corbo (1993) y Corbo y Fischer (1994).

actividades orientadas a la exportación, iniciando un período de crecimiento liderado por las exportaciones. Al cobrar impulso dicho proceso, los sectores orientados a la exportación hicieron grandes progresos en cuanto a eficiencia, a través de mejoras en el control de calidad, un marketing más acertado de los productos y la adaptación y generación de nueva tecnología.

Luego de este programa de ajuste, Chile entró en un período de crecimiento liderado por las exportaciones que ha perdurado hasta la década de los noventa. El crecimiento del PIB alcanzó al 6,3% en 1984, 2,4% en 1985 y 5,7% en 1986. En los mismos años, la inflación llegó a 23,0, 26,4 y 17,4%, respectivamente.¹⁰ Entretanto, el índice de desempleo, que había alcanzado cerca de 20% en 1982, sin incluir a los trabajadores insertos en programas de empleo público, se redujo a 10,8%.

En el período ulterior a 1986, continuó el crecimiento. Adicionalmente, la crisis de endeudamiento quedó atrás y comenzaron a aflorar los resultados positivos de las reformas políticas de los doce años previos. Creciendo ahora con el modelo a una tasa por sobre 5% anual y el índice de desocupación en rápido descenso, aumentó el apoyo ciudadano a las políticas económicas. Cuando la nueva coalición gobernante asumió el poder en marzo de 1990, ésta mantuvo las políticas orientadas al mercado y de apertura económica. Su principal diferencia con las políticas del Gobierno precedente fue su preocupación por mejorar el acceso a la educación y la salud de los segmentos poblacionales de menores recursos. Para conseguir este objetivo, el nuevo Gobierno negoció tempranamente con la oposición una reforma tributaria que buscaba aumentar los ingresos fiscales en cerca de 2,8% del PIB para financiar un aumento similar en los gastos correspondientes al sector social.

Al entrar el país en una fase de crecimiento sostenido, y en la medida en que el nuevo gobierno democrático resolvió mantener las líneas fundamentales del modelo económico chileno, se amplió el horizonte temporal de las atinadas políticas en juego. Las buenas perspectivas redundaron en un pronunciado aumento de la inversión extranjera, y la combinación de políticas acertadas y las bajas tasas de interés en los países industrializados crearon el escenario propicio para un aumento pronunciado de la deuda privada neta. Como en otros países, en este nuevo escenario la capacidad de llevar adelante una política monetaria independiente se vio seriamente restringida.

¹⁰ Inflación al final del año.

Desde mediados de los ochenta, el instrumento fundamental de la política monetaria ha sido la tasa de interés real a noventa días de los pasivos del Banco Central.¹¹ La tasa de interés real sufre un ajuste cuando el nivel de la demanda agregada redundante en una presión sobre la capacidad utilizada y una aceleración de la inflación o en un fuerte aumento del déficit en cuenta corriente o una revaluación real que alejara al tipo de cambio real de su nivel objetivo. En ocasiones, esos tres objetivos entran en conflicto y el Banco Central los balancea implícitamente entre sí.¹²

El Banco Central de Chile, revestido ahora de autonomía, le ha otorgado al mismo tiempo un protagonismo central a la política monetaria. El banco opera implícitamente con rangos objetivos (o límites superiores) para la tasa de inflación y el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos como proporción del PIB, y con un límite inferior para el tipo de cambio real. Por cierto que la política monetaria a secas no puede alcanzar tantos objetivos (es decir, los de la tasa inflacionaria, el tipo de cambio real y la magnitud del déficit en cuenta corriente). Adicionalmente, con la integración creciente de los mercados financieros mundiales, este tipo de política monetaria redundante, en el contexto de un régimen con un tipo de cambio que se arrastra en una banda de cierta amplitud, en grandes oscilaciones unilaterales en el mercado de tasas de cambio o, si el Banco Central interviene para morigerar los vaivenes en el tipo de cambio, ello resulta en grandes oscilaciones en el nivel de reservas internacionales con un alto costo en términos del déficit cuasi-fiscal del Banco Central.

Tales problemas se hicieron patentes muy tempranamente a principios de los noventa, cuando Chile experimentaba un boom de la inversión, un boom exportador, una caída en las tasas de interés internacionales y una aceleración de la inflación local. Para detener esa aceleración de la inflación, el nuevo directorio del Banco Central independiente aumentó la tasa de interés real a noventa días, aplicable a los documentos del banco, en 230 puntos base (de 6,9 a 9,2% por año) y decretó un aumento correlativo en los documentos de maduración más prolongada. Como fruto de ello, hubo un gran incremento en la afluencia de capitales, por sobre el gran aumento en inversión extranjera directa que ya tenía lugar. Para evitar la excesiva monetización de tales afluencias, o una abrupta caída en el tipo de cambio nominal, la entidad bancaria practicó una agresiva política de esterilización. Como resultado neto de ello, en 1990 el Banco Central concluyó el

¹¹ Como la mayoría de los contratos financieros están indexados a la inflación futura, Chile puede aspirar a una política basada en la tasa real de interés.

¹² Véase Corbo y Fischer (1994).

ejercicio anual acumulando 2,4 mil millones de dólares en reservas internacionales. Adicionalmente, la emisión de deuda por el Banco Central para llevar a cabo la esterilización redundó en grandes pérdidas para la entidad bancaria, en la medida que pidió préstamos a tasas de interés locales altas para invertir en el exterior a tasas inferiores, ajustadas según las variaciones en el tipo de cambio.¹³

A medida que el nivel de las reservas internacionales aumentó decididamente, el riesgo del país disminuyó y, como consecuencia de ello, la habilidad de implementar una política monetaria independiente asociada al control de la demanda agregada se vio aún más reducida. En tales circunstancias, el manejo macroeconómico a corto plazo debiera haberse apoyado en mayor grado en la política fiscal. Así y todo, como la política fiscal no se empleó con este propósito, la política monetaria quedó como el único instrumento de estabilización.

4.1.1 Medidas para atenuar los efectos macroeconómicos de la afluencia de capitales

Renuente a dejar de lado su política monetaria, pero preocupado del déficit cuasi-fiscal, en junio de 1991 el Banco Central comenzó a acomodar una revaluación real y a adoptar una serie de medidas para reducir la afluencia de capitales.

En junio de 1991, el valor central de la banda en que oscilaba el tipo de cambio se revaluó en 2%; se fijó un impuesto en sellos a la afluencia de capitales y se fijó el requisito de un encaje al crédito extranjero de corto plazo (inferior a un año). Al mismo tiempo, a través de una nueva ley, el Parlamento aprobó una reducción desde 15 a 11% en el máximo arancel de importaciones. Luego, en enero de 1992, con la certeza de que se hacía cada vez más difícil y más costoso influir en la trayectoria del tipo de cambio nominal a través de la esterilización, el peso fue revaluado en 5% y la banda del tipo de cambio se amplió de 5% a 10%, aproximadamente. La primera parte de esta medida se adoptó para “aceptar” una pequeña revaluación y la segunda para incrementar el riesgo del tipo de cambio y, de este modo, reducir la rentabilidad de los bonos locales para los inversionistas foráneos. Al mismo tiempo, los requisitos en cuanto a encaje de los créditos extranjeros se hicieron extensivos a los depósitos bancarios en divisas.

¹³ Para una evaluación de las políticas macroeconómicas en años recientes, véase Corbo y Fischer (1994).

En tanto el Banco Central continuó con su política de aumentar la tasa de interés local para controlar la demanda agregada y la inflación, tales medidas no fueron suficientes para desincentivar la afluencia de capitales. Entonces, para aumentar la incertidumbre respecto de la magnitud de la devaluación esperada, en marzo de 1992 la entidad bancaria anunció que, a partir de esa fecha, intervendría en el mercado cambiario, incluso si el precio del dólar se mantenía perfectamente dentro de la banda de flotación del tipo de cambio.

En mayo de 1992, los requisitos en cuanto a encaje fijados a los créditos internacionales fueron aumentados al 30%. La única excepción fue a los flujos de capitales con un período de maduración superior a un año que estuvieran registrados en el Banco Central bajo el artículo 14 de la reglamentación de cambios internacionales. El requisito en cuanto a encaje para este último tipo de afluencias se fijó en 20%. En julio de 1992, el Banco Central modificó el mecanismo del tipo de cambio. El eje dejó de estar condicionado por el dólar estadounidense y pasó a depender de una canasta de monedas, manteniéndose la magnitud de la banda en torno al valor central. El objetivo de esta medida fue, nuevamente, incrementar la incertidumbre respecto de la evolución esperada del tipo de cambio en el mercado. En agosto de 1992, los requisitos de encaje a la afluencia de capitales que ingresaban al país bajo el artículo 14 de la Ley de Cambios Internacionales fueron aumentados a 30%.

Finalmente, a partir de 1992, se introdujo una desreglamentación selectiva de la afluencia de capitales, brindándose algún espacio a la política expansiva de acumulación de reservas.

Este breve repaso de las políticas que Chile ha implementado para paliar algunos de los efectos colaterales de la afluencia de capitales ejemplifica las dificultades que un país enfrenta en el mercado global de capitales de los años noventa, cuando aspira a ceñirse a una política monetaria restrictiva, a la vez que persigue un objetivo inflacionario y de tipo de cambio real.

4.2 Colombia

El desarrollo económico de Colombia en las últimas dos décadas se ha visto en buena medida influido por el ciclo del café, las condiciones económicas mundiales y los cambios en las políticas locales.

Entre los años 1967 y 1975, Colombia se ciñó a una política de tipo de cambio real estable y de disciplina fiscal. Durante ese período, el creci-

miento del PIB fue en promedio de 6,3% anual y la inflación de 17,4% al año. Al mismo tiempo, los ingresos por exportaciones crecieron a un promedio anual de 18,1%, hegemonizados por un desarrollo muy significativo de otras exportaciones aparte del café. El boom del café del período 1975-1978 condujo a un fuerte incremento de los gastos, una revaluación real y una aceleración de la inflación. Sin embargo, Colombia eludió el agudo incremento de la deuda externa que afectó a muchos otros países e incluso llegó a acumular reservas internacionales y redujo su deuda externa durante el mencionado boom del café.¹⁴ Como fruto de ello, cuando el boom en cuestión concluyó en 1978, el país tenía una deuda externa relativamente baja. Sin embargo, en 1979 inició un programa de inversión fiscal como una política de demanda agregada para compensar la caída en la demanda que siguió a la caída en el precio del café. Esta típica política anticíclica keynesiana condujo a un resurgimiento del endeudamiento externo.

Cuando los precios del café colapsaron en 1981, las políticas anticíclicas se hicieron incluso más intensas a través de políticas fiscales y monetarias expansivas. Fruto de ello, el déficit en cuenta corriente comenzó a aumentar y la inflación a acelerarse. El crecimiento de las exportaciones distintas al café disminuyó debido a la revaluación en el tipo de cambio real y el estancamiento económico. El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de un pequeño déficit en 1980 a otro cercano a 11% del PIB en 1983. La inflación aumentó aceleradamente hasta 24,6% al año. Como en México, el déficit en cuenta corriente fue enfrentado al principio con un progresivo incremento de las restricciones a la importación. Esto último actuó como un impuesto a la exportación, sumado a la caída en las ganancias por dichas exportaciones. En el período 1980-1983 el valor en dólares de las exportaciones disminuyó a una tasa anual de 3,6%. El crecimiento del PIB en dicho período fue, en promedio, de tan sólo 1,6% anual.

Cuando estalló la crisis del endeudamiento internacional en la segunda mitad de 1982, el acceso de Colombia a los mercados de capital internacionales se vio restringido y las reservas internacionales cayeron, pero las políticas anticíclicas se intensificaron para compensar el estancamiento económico. Con un déficit del sector público en aumento y un restringido acceso a los mercados de capital internacionales, la política hubo de ser corregida, hacia 1985, con un programa de estabilización más

¹⁴ En general, la gestión en las fases de boom de alguna mercancía ha sido mucho más prudente en el caso de Colombia que en el de otros países (Corden, 1990).

bien ortodoxo, el que implicó un gran ajuste fiscal y una devaluación sustancial.

El programa fue relativamente exitoso y, en torno a 1986, la cuenta corriente registró un superávit. Sin embargo, la inflación se aceleró en el período subsecuente a la gran devaluación, aumentando continuamente, desde 18,9% en 1986 a 23,3% en 1987, 25,8% en 1989 y 29,1% en 1990. El crecimiento del PIB llegó a 4,6% en el período 1986-1990.

A comienzos de 1990, el Gobierno formuló una estrategia a mediano plazo que aspiraba a una transformación más radical de la economía colombiana. El objetivo fundamental de esa estrategia fue abrir la economía a la competencia externa para mejorar su eficiencia, especialmente en sectores competitivos con las importaciones, para promover el crecimiento de las exportaciones no tradicionales y, en última instancia, para lograr un crecimiento sostenido. En la nueva estrategia, la reducción continua de la inflación es un objetivo intermedio clave para brindar un ambiente conducente al crecimiento. Fueron introducidas reformas en la política comercial, financiera, laboral, así como cambios orientados a la gestión empresarial y privatización de empresas públicas.

Se ha avanzado muchísimo en el terreno de las reformas de la política comercial imperante. La mayor parte de las barreras no arancelarias fueron eliminadas y el arancel promedio de las importaciones se redujo de 43,7% en diciembre de 1989 a sólo 11,7% en marzo de 1992. Según todos los criterios vigentes, esto corresponde a una reforma profunda y muy rápida de la esfera comercial.¹⁵ Inicialmente, la reforma iba a ser gradual, pero se aceleró en ritmo cuando el gran superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos comenzó a generar una vasta acumulación de reservas internacionales (Ocampo, 1992). Las restricciones a las transacciones en divisas se vieron a la vez liberalizadas en 1990, suprimiéndose la prohibición de tener cuentas en divisas, y se permitió a los intermediarios financieros comerciar en tales divisas.

El sistema del tipo de cambio vigente en Colombia es muy especial. El Banco Central fija, sobre una base diaria, el valor al cual compra y vende dólares; pero con miras a evitar la monetización excesiva efectúa una esterilización automática comprando dólares y pagando con un dólar a un año plazo denominado bono. El propio banco fija, sobre una base diaria, el precio de ajuste de tales bonos en pesos, pero esos precios valen para la época de maduración del bono. Sin embargo, existe para ellos un mercado

¹⁵ Respecto de las reformas comerciales en los países en desarrollo, véase Thomas *et al.* (1990).

secundario, y el descuento en el mercado está determinado principalmente por la tasa de interés sobre certificados de depósitos y la tasa de devaluación esperada. A través de este descuento en la compra de dólares y no descuento en la venta, el sistema, que opera *de facto* en lo que se refiere al tipo de cambio, es similar al empleo de una banda del tipo de cambio (Cárdenas, 1993).

Las reformas incluyeron a la vez la liberalización de la reglamentación a la inversión extranjera directa y la supresión de las restricciones existentes a las remesas de utilidades.

A la apertura de la economía colombiana le ha seguido un desempeño muy consistente de la divisa. Como se muestra en el Cuadro N° 2 (véase Anexo), el superávit de la cuenta en divisas llegó a 0,33% del PIB en 1990 y 3,12% en 1991. Ese clima, muy mejorado en lo que respecta a las políticas vigentes, y el acelerado progreso en la cuenta corriente han disminuido, con toda probabilidad, el riesgo de Colombia como país, justo en una época de reducción de las tasas de interés internacionales. El Banco Central de este país cuenta entre sus objetivos primordiales con reducir gradualmente la inflación al nivel de un dígito anual y evitar una revaluación real del peso. Como instrumentos primordiales para conseguirlo, la entidad bancaria mantiene un límite superior al crecimiento de los indicadores monetarios agregados y detenta una política de tipo de cambio previamente anunciado, en el que el valor del peso se deprecia sobre una base continua. Como el Banco Central ha estado influyendo a través de intervenciones esterilizadas, ha habido un gran aumento de las reservas internacionales, lo cual ha intensificado el déficit cuasi-fiscal del Banco Central.

Dado que la apertura económica es relativamente reciente, y que ha habido mucha oposición a ella por parte de poderosos grupos asociados a los sectores muy protegidos de antes, el Banco Central está especialmente interesado en evitar, a estas alturas, una revaluación real que pudiera conducir a una reversión de la política de apertura. Así, el objetivo fundamental de la política macroeconómica del país ha sido proteger la revaluación del tipo de cambio real. Sin embargo, en ocasiones el Banco Central ha mostrado a la vez su preocupación por el crecimiento excesivo de los agregados monetarios, por su efecto potencial en la aceleración de la inflación. Se analizarán ahora las distintas políticas que se siguieron para paliar las presiones a la baja en el tipo de cambio real y la excesiva monetización.

4. 2. 1 La respuesta macroeconómica a los superávits en balanza de pagos

Como lo muestra el Cuadro N° 2, el problema fundamental de Colombia han sido los efectos colaterales de los grandes superávits en cuenta corriente. La liberalización de la economía, junto con un significativo boom de las exportaciones a Venezuela, ha redundado en un gran aumento de la producción, el que no se vio acompañado de un aumento correlativo en los gastos a nivel local. Como resultado de ello, se intensificaron los superávits en cuenta corriente de la balanza de pagos, tanto en 1990 como en 1991. En esos dos años, el Banco Central intervino en el mercado de cambios internacionales con una gran acumulación de reservas en divisas.

Para mantener el crecimiento de los agregados monetarios dentro de los objetivos, el Banco Central esterilizó los efectos monetarios de la acumulación de reservas con una política de mercado abierto muy agresiva. Esta absorción de la liquidez redundó en un alza pronunciada de las tasas de interés locales, con la tasa de depósito subiendo desde 29,2% en marzo de 1991 a 38,5% en diciembre del mismo año. La esterilización se llevó también a cabo alzando los encajes en reservas de los depósitos bancarios. Inicialmente, la tasa promedio de encaje subió en 1990 y luego, a medida que prosiguió la acumulación de reservas internacionales, la tasa marginal de encaje fue aumentada a 100% en enero de 1991. Debido a ello, hubo un agudo aumento de las tasas de interés. Puesto que el alza en las tasas de interés estaba creando una desaceleración en la economía, en septiembre de 1991 se eliminó la tasa de encaje marginal y la tasa de encaje media fue elevada en 5 puntos porcentuales. Dichas medidas de esterilización fueron acompañadas de otras que buscaban reducir la cuantía de la acumulación de reservas por el Banco Central. Así, en la segunda mitad de 1991 se les exigió a los bancos que mantuvieran un mínimo de su patrimonio neto en moneda extranjera. En dicho lapso se redujo a la vez, continuamente, el período mínimo de pago de las cuentas de importación.

A medida que la presión en favor de una reducción de las tasas de interés siguió aumentando y que el déficit cuasi-fiscal del Banco Central presionaba sobre las finanzas públicas, la institución cambió su política. Este cambio se hizo cuando el Banco Central se volvió independiente y se nombró a su primer directorio. Por entonces, la política monetaria se cambió desde el control de los agregados monetarios al control de las tasas de interés de colocaciones de los intermediarios financieros. La caída en las tasas de interés contribuyó a incrementar los gastos locales y a la

desaceleración de la afluencia de capitales a corto plazo. La reducción resultante en el superávit de cuenta corriente y el decremento en la afluencia de capitales redundó también en una desaceleración del nivel de acumulación de reservas. Por ende, ha disminuido la necesidad de llevar a cabo operaciones de mercado abiertas con certificados del Banco Central.¹⁶

De esta revisión de la política de esterilización aplicada en Colombia resulta, al parecer, que este país sufre el mismo problema que la economía nipona. Una cuenta corriente robusta, que habrá de reafirmarse aún más con el hallazgo de petróleo en Cuisiana, está redundando en fuertes presiones en favor de una revaluación real. La forma de paliar estos superávits consiste en una expansión de la actividad local, y la revaluación del tipo de cambio real será el mecanismo de precios en funciones que posibilitará que parte del incremento en los gastos sea absorbido por la balanza de pagos. Entretanto, la inversión extranjera directa y la en cartera están llamadas a jugar un rol importante en mejorar la eficiencia de la economía local, la primera por la importancia del acceso a la tecnología, y la segunda por el desarrollo de un mercado de financiamiento del capital de riesgo.

4.3 Indonesia

Como país exportador de petróleo, durante los ochenta Indonesia sufrió un prolongado impacto negativo (una caída en los términos del intercambio) que se inició en 1982. Como los gastos no se redujeron al mismo ritmo que el ingreso, el endeudamiento externo aumentó. Sumado a ello, como la deuda externa de Indonesia discurría mayoritariamente en el área del yen, la devaluación del dólar estadounidense en relación a otras monedas durante la segunda mitad de los ochenta da cuenta de un aumento significativo de la deuda externa total del país. Consecuencia de estos dos impactos adversos, de origen externo, la deuda externa total subió enormemente, desde 28% en 1980 a más del 75% del PIB en 1991.

A pesar de la cuantía, y de los constreñimientos que ella imponía a la economía, Indonesia ha sido capaz de seguir creciendo, al tiempo que la inflación anual ha permanecido relativamente estable y a niveles moderados durante la mayor parte del último decenio.

¹⁶ Durante ese período hubo otras muchas acciones menores para paliar la excesiva acumulación de reservas internacionales. Para más detalles al respecto, véanse Carrasquilla (1993) y Cárdenas y Barrera (1993).

Ante todo, las autoridades económicas indonesias han sido capaces de evitar los desequilibrios mayores, pese al escaso margen de maniobra con que cuentan. En parte, ello ha sido el fruto de ceñirse a políticas consistentes en lo relativo al tipo de cambio, y a las políticas fiscal y monetaria del país. Y han demostrado, a la vez, su voluntad de implementar las políticas de ajuste requeridas siempre que ello ha sido necesario.

4.3.1 Antecedentes

Aun cuando los controles sobre el capital comenzaron a ser suprimidos en Indonesia a comienzos de 1970, la cuenta corriente no fue liberalizada sino hasta una década después y no se hizo una reforma esencial de la política comercial sino hasta 1986. A raíz del proceso de liberalización, la proporción de las exportaciones de petróleo en el PNB ha descendido desde cerca de 24% en 1981-82 a aproximadamente 18% en 1990-91.

Desde fines de 1960 y hasta 1988, el tipo de cambio fue fijo y estuvo ligado al dólar estadounidense, con devaluaciones esporádicas discretas de una gran magnitud. Las devaluaciones fundamentales ocurrieron en 1978, 1983 y 1986, para alinear el tipo de cambio con el aumento de los precios al nivel local. Desde 1988, el tipo de cambio ha sido fijado por Bank Indonesia (BI) a través de un sistema de devaluaciones discretas y reducidas que intentan compensar la diferencia entre la inflación local y la inflación extranjera relevante.

En 1983 se puso en práctica un paquete de desreglamentación financiera de vastos alcances y liberalización de la economía, lo que provocó una expansión significativa de la actividad bancaria local. Antes de que fuera lanzado este programa de liberalización, y a causa de la cuenta de capitales abierta, el BI aplicó varias restricciones cuantitativas a los bancos locales para controlar la expansión de los agregados monetarios. Tales restricciones contemplaban fundamentalmente la fijación de techos a los empréstitos extranjeros y la garantía de los créditos a los residentes locales.¹⁷ A consecuencia de ello, una parte de la demanda local por financiamiento se orientó al exterior. Tras la liberalización, hubo una reversión del flujo financiero hacia Indonesia.

¹⁷ Dichas restriccciones se emplearon, a la vez, para minimizar la inflación y los efectos asociados que provocaba el flujo de ganancias provenientes de las exportaciones de petróleo, las que aumentaron sustancialmente durante los setenta.

En 1987 hubo también una desreglamentación concerniente al funcionamiento de la bolsa de valores, y como consecuencia ha habido un aumento en los precios y el volumen de las transacciones. Y lo más importante, la desreglamentación del mercado bursátil ha atraído a muchos inversionistas extranjeros que, a contar de entonces, han incrementado su participación en el mercado bursátil de Jakarta.¹⁸

El proceso de desreglamentación ha transformado a Indonesia en una economía orientada al sector privado, en la que el predominio del sector público se ha visto sistemáticamente erosionado en la última década.

Sumado a lo anterior, la desreglamentación del sistema financiero en 1983 y luego nuevamente en 1988, junto con la modificación en el sistema del tipo de cambio, provocó un aumento de los agregados financieros. Junto al alza del monto de la deuda a principios de los ochenta, ello obligó al gobierno a aplicar una política monetaria y fiscal de carácter restrictivo, a partir de 1986.

Aunque las políticas monetaria y fiscal aplicadas a partir de 1986 fueron relativamente efectivas para reducir el monto de la deuda, que decreció en 11 puntos porcentuales del PNB entre 1987 y 1989, el endeudamiento total comenzó a intensificarse de allí en adelante, principalmente a causa de los empréstitos privados. La proporción de la deuda privada en la deuda total ha aumentado desde cerca de 17% en 1987 a aproximadamente 34% en 1991. Dicho patrón ha obligado al gobierno a seguir aplicando políticas restrictivas para evitar desequilibrios macroeconómicos fundamentales.

Este aumento del endeudamiento privado se debe principalmente a un crecimiento de la inversión también privada sin un aumento proporcional del ahorro privado. Por ende, en tanto la inversión ha crecido de 31,5% del PNB en 1988 a 35,1% en 1991, la tasa de ahorro nacional ha permanecido en el rango entre 29 y un 31%. Aunque no hay evidencias concluyentes, existen indicios de que el aumento de la deuda privada a contar de 1988 ha ido a financiar la inversión privada en el sector exportador. Dicho resultado es relativamente consistente con la reforma comercial y la política del tipo de cambio real que se han seguido en Indonesia.

¹⁸ Indonesia aparece como el segundo mayor receptor de inversiones privadas en cartera en Asia durante 1989-92, después de Corea, con una afluencia total de 1,7 mil millones de dólares estadounidenses (véase Sudarshan Goopta, 1993).

4.3.2 Políticas económicas

Aunque las políticas monetarias y fiscales de ajuste han sido aplicadas desde 1986, durante la primera mitad de 1990 se siguió una política monetaria expansiva por parte del BI, para presionar a la baja las tasas de interés locales. Dada la cuenta de capitales abierta, la política no fue muy efectiva, pues las reservas internacionales comenzaron a decrecer y el balance en cuenta corriente sufrió un deterioro. Dicho resultado, unido a las reformas del sector financiero de los años precedentes que condujeron a un rápido crecimiento de los agregados monetarios durante 1988-90, obligó al gobierno a revertir su política, en la medida en que la economía comenzaba a recalentarse (la inflación se aceleró y el balance en cuenta corriente empeoró en 1990-91).

Pese a ello, durante 1990/91 y 1991/92, el gobierno ha hecho un esfuerzo concertado para refrenar la demanda agregada y aminorar el endeudamiento. Esto se ha hecho mejorando los incentivos a las exportaciones no petroleras, prosiguiendo con una política relativa al tipo de cambio que trate de estabilizar el tipo de cambio real, una política monetaria responsable que redujera el crecimiento del crédito a nivel local, una política fiscal restrictiva y programas de inversión pública y semipública muy cautos.

Desde mediados de los noventa, las autoridades monetarias indonesias han implementado varias medidas específicas para limitar el crecimiento de la oferta monetaria. Algunas de ellas son:

- Obligaron a una transferencia mayor (equivalente al 25% de la base monetaria) de los depósitos de las empresas públicas al sistema bancario, en documentos emitidos por el BI.
- Impusieron límites al uso de las facilidades de *swaps* que otorga el BI, para evitar el excesivo endeudamiento con el exterior.
- Impusieron límites al endeudamiento de la banca comercial con el exterior y su exposición en moneda extranjera.
- Impusieron límites (en la forma de techos anuales) al endeudamiento externo de las empresas públicas.
- Subieron la tasa de interés de los certificados del BI en 4%.
- Aumentaron la proporción capital/activos de los bancos, que estaba programada para llegar al 8% a fines de 1993.
- Han intentado, a la vez, la esterilización de la afluencia de capitales a través de operaciones de mercado abierto.

Aparte de recurrir a políticas monetarias, han sido adoptadas ciertas medidas para reducir la demanda agregada restringiendo el gasto público. A fines de 1991, se formó un equipo de rango ministerial para que supervisara al sector público y cuasi-público en lo del endeudamiento y la inversión. Dicha comisión ha aplazado la adopción de varios y grandes proyectos de inversión pública relacionados con el sector público. Al mismo tiempo, a principios de 1993, se eliminaron los subsidios a la mayoría de los subproductos derivados del petróleo.

4.3.3 Los resultados

El resultado de las reformas y las políticas mencionadas previamente ha sido una mejoría en el balance en cuenta corriente y una menor inflación en 1992. También el balance global del sector público muestra una tendencia a mejorar a partir de 1986, en tanto las tasas de interés han aumentado, en términos nominales y reales, a partir de 1990.

Aunque los mayores flujos de capital hacia Indonesia durante los últimos cuatro años presentan casi el mismo problema que enfrentaron durante los años setenta, cuando aumentaron los ingresos derivados de la exportación de petróleo¹⁹ a causa de las reformas financieras y la cuenta de capitales abierta, la política monetaria actual ha resultado menos efectiva que en los setenta. Por ende, la política fiscal ha de jugar un rol más importante para evitar desequilibrios macroeconómicos mayores.

4.4 Corea

Al igual que en otros muchos países en desarrollo, la deuda externa de Corea subió decididamente hacia fines de los setenta y comienzos de los ochenta. El total de ella se duplicó en el período 1978-1981, pasando de 17,3 mil millones de dólares a 23,9 mil millones. En términos del PNB, aumentó de 28% en 1976 a 52% en 1982. En dicho período, el desempeño macroeconómico sufrió los efectos de las políticas expansivas de finales de los setenta, al igual que la recesión económica ocurrida en los países en

¹⁹ En aquella época, se pusieron techos al endeudamiento y a la garantía crediticia, para limitar los efectos monetarios de los mayores flujos en las exportaciones de crudo.

desarrollo a comienzos de los ochenta. A raíz de ello, el producto agregado (PNB) cayó en 4% en términos reales en 1980. Sin embargo, la economía coreana se recuperó rápidamente a medida que el producto agregado comenzó a crecer de nuevo en 1982 a una tasa de casi 6%. El paquete de estabilización consistió en una política monetaria y fiscal de ajuste y una devaluación real de la divisa local (el won se depreció en 18% en términos reales entre 1982 y 1985).²⁰

Un rasgo distintivo de la economía coreana, en oposición a otros países en desarrollo que enfrentaban los mismos impactos externos a comienzos de los ochenta, es que Corea no intentó liberalizar su economía de inmediato, como los países de América Latina. Muy por el contrario, este país ha recurrido a un enfoque gradual y muy cauteloso en la apertura y liberalización de su economía, particularmente en el caso de la cuenta de capitales. De hecho, aun cuando se dio en el país una reducción significativa del arancel medio para las importaciones durante la primera mitad de los ochenta y se considera que la cuenta en divisas es hoy plenamente abierta según los distintos criterios en juego, la cuenta de capitales y el mercado financiero continúan, pese a ello, seriamente reglamentados. En la actualidad, el país está en mitad de una reforma liberalizadora y desreglamentadora de su mercado financiero.

En buena parte de ese período, Corea ha recurrido a un sistema con un tipo de cambio flotante controlado. En 1980, el régimen del tipo de cambio varió de una tasa fija a un sistema de flotación sucia, en que se permite que el índice won/US\$ fluctúe dentro de cierto rango. Aunque la cuenta de capitales sigue parcialmente cerrada en Corea, ha sido gradualmente liberalizada desde 1984, cuando la Dirección de Inversiones Extranjeras quedó en libertad de acción. En 1992 quedó liberalizada la compra directa de valores coreanos por los inversionistas extranjeros (Inversiones Directas en Cartera, IDC).

Tras las reformas de 1984 y 1992, los flujos de capital hacia ese país han aumentado considerablemente, en particular en los últimos dos años. Los flujos recientes han ocurrido fundamentalmente en la forma de IDC.²¹ Los problemas potenciales ocasionados por esas afluencias de capital no son nuevos en la economía coreana. Desde 1986 y hasta 1988, debido ante

²⁰ Para una revisión de las políticas macroeconómicas en Corea durante este período, véanse Collins y Park (1989) y Corbo y Nam (1992).

²¹ La apertura del mercado bursátil a los inversionistas extranjeros en 1992 significó afluencias de capital por casi 800 mil millones de dólares estadounidenses tan sólo en el primer trimestre de ese año.

todo a la recuperación económica de los países industrializados, Corea mostraba un superávit muy importante en la cuenta de capitales, que generó el mismo tipo de problemas que suscita un incremento en la afluencia de capitales, a saber: un exceso de liquidez, una inflación en aumento y un tipo de cambio real con tendencia a la revaluación.

En años recientes, la inflación se ha acelerado, aumentando de un valor inferior al 3%, sobre una base anual, en 1985, a casi 10% en 1991 (6,2% en 1992) y el tipo de cambio real se ha apreciado en 40% aproximadamente en el mismo período.²² Un estallido en los salarios nominales, tras la transición a la democracia, ha sido una de las causas de la aceleración en la inflación. Fruto de ello, la competitividad internacional del sector manufacturero de Corea ha caído en más de 50% en el mismo período, principalmente a raíz de un aumento significativo en los salarios.²³

Y como fruto, en primer lugar (1986-1989), de los superávits en cuenta corriente, y luego (a partir de 1990) en la cuenta de capitales, el *stock* de reservas internacionales saltó de 3,3 mil millones de dólares estadounidenses en 1986 a 16,6 mil millones en 1992. En términos del PNB, esto significó un aumento desde el 3 a casi 6%. De manera nada sorprendente, la M2 aumentó como porcentaje del PNB en más de siete puntos en el mismo período. Durante 1986-1991, la M3, que es un mejor indicador de liquidez dada la gran participación del NBFÍ en la economía coreana, aumentó en 241% en términos nominales y en términos del PGB saltó de 0,79 a 1,18 por ciento.

4.4.1 Para mitigar los efectos de la afluencia de capitales

El resultado descrito pudo ser mucho peor sin la intervención del Gobierno. Desde 1986, el Gobierno y el Banco de Corea han intentado minimizar los efectos del aumento de liquidez en la economía, poniendo cada vez más en práctica ciertas intervenciones esterilizadas y por la vía de crear espacio en el presupuesto fiscal para pagar la deuda externa.

El *stock* de Bonos estatales, que incluye los llamados Bonos-T, los Bonos de Estabilización del Intercambio con el Exterior y los Bonos de

²² El TCR equivale a la razón entre el tipo de cambio nominal y el IPC.

²³ Medida como la razón entre el producto del tipo de cambio nominal y el Índice de Producción Industrial, y el producto del Índice de Ocupación Industrial y el Índice Tarifario. Según una estimación del FMI, el Costo Laboral por Unidad Industrial aumentó en Corea en 46% entre 1985 y 1989.

Estabilización Monetaria, aumentó en casi veinte veces en términos reales desde fines de 1985 hasta fines de 1987 y casi se duplicó, en términos reales, entre fines de este último año y fines de 1989. A contar de entonces, ha permanecido estable.²⁴

Por otra parte, la deuda externa, como porcentaje del PNB, ha caído sistemáticamente durante la segunda mitad de los ochenta y principios de los noventa, en particular en el caso de la deuda externa pública (o con garantía estatal) de largo plazo. Por ende, como porcentaje del PNB, a fines de 1991 la deuda externa total había caído a un tercio de su nivel en 1985, mientras que la deuda externa pública y privada de largo plazo había descendido a un cuarto y la mitad de sus niveles de 1985, respectivamente.

En suma, las autoridades coreanas han tenido éxito, hasta cierto punto, en evitar los problemas que ocasiona la afluencia de capitales. No obstante, el problema más serio al que se enfrenta actualmente la economía coreana es el tipo de cambio real revaluado. Este último es fruto, en parte, del incremento salarial habido en un mercado laboral muy restringido y el poderío creciente de los sindicatos (los salarios nominales y el IPC subieron en 156 y 43% entre 1985 y 1991, respectivamente). A pesar de disponer de una cuenta corriente relativamente abierta, las autoridades coreanas han fallado en reducir la participación de los bienes no transables en el gasto total, a medida que ha aumentado la inversión en vivienda y otros proyectos de infraestructura (la construcción ha crecido muy rápidamente durante 1989-92.)

A la vez, y a pesar de recurrir cada vez más a operaciones de mercado abierto para reducir el incremento en liquidez resultante de los superávits en balanza de pagos, las autoridades locales no han conseguido evitar que crezcan los agregados monetarios, por la falta de un mercado vasto y en profundidad para las garantías estatales. Los agregados monetarios siguen creciendo a la vez por la política de asignación de recursos permanentemente subvencionada que aplica el Gobierno. Desde 1986 a 1991, M1, M2 y M3, medidos todos como un porcentaje del PNB, han aumentado de 10, 37 y 79%, a 11, 41 y 118%, respectivamente.

En términos globales, la economía coreana se encuentra hoy en una muy buena posición, en la medida que el crecimiento ha sido alto según los diferentes criterios en juego y el ahorro nacional neto es extremadamente elevado (36% del PNB durante 1988-91). A la vez, el presupuesto fiscal casi equilibrado no plantea ningún riesgo para la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, la falta de un mercado bien desarrollado

²⁴ Información del Banco Mundial.

para los bonos no brinda a las autoridades espacio suficiente para esterilizar los efectos monetarios de la afluencia de capitales. También el ritmo muy lento de la liberalización financiera ha refrenado a las autoridades a la hora de permitir que la tasa de interés baje a un nivel consistente con las tasas de interés internacionales corregido por la devaluación esperada.

4.5 Malasia

A principios de los ochenta, Malasia se ciñó a una política fiscal de signo claramente expansivo, alcanzando el déficit del sector público al 17% del PIB en 1982. En esos años hubo también un considerable aumento de la deuda externa.

Una caída en términos de intercambio en 1985 y 1986 hizo que las políticas anteriores se volvieran claramente insostenibles y ello obligó a un ajuste mayor. Tras la recesión de 1985-86, que presenció una caída en el PIB de 1,0% en 1985, seguida de un incremento de 1,2% en 1986, el PIB real creció en 5,4% en 1987, 8,9% en 1988, 8,8% en 1989, 10% en 1990, 9% en 1991 y 8% en 1992.

Tras la iniciación del ajuste, Malasia ha recibido una gran afluencia de capital, principalmente en la forma de inversión foránea directa. Y, lo más notorio de todo, en los últimos dos años el superávit en la cuenta de capitales se ha mantenido por encima del 10% del Producto Interno Bruto, lo cual resulta muy sorprendente si consideramos el gran *stock* de deuda externa que Malasia acumuló a principios de los ochenta y que alcanzó su punto culminante en 1986. Sin embargo, las sólidas políticas económicas introducidas como reacción a la crisis han sido efectivas para atraer a los inversionistas extranjeros al país.

En ese mismo período, Malasia ha mantenido un sistema de tipo de cambio flotante controlado, en que el Banco Central interviene sólo para evitar la variación excesiva del valor del ringgit frente a una canasta de monedas. El régimen comercial es, al igual que la cuenta de capitales, abierto, en particular en este último caso. En rigor, los residentes locales y extranjeros se enfrentan, por lo general, a restricciones menores para hacer transacciones internacionales.²⁵

²⁵ Las únicas excepciones a esta regla general son las transacciones con Israel y África del Sur. En estos dos casos, y en ambos, por razones políticas, están fuertemente restringidas las transacciones comerciales y financieras.

Sorprendentemente, durante la recuperación, y a pesar de la afluencia de capitales habida desde el exterior, las autoridades han sido capaces de mantener la inflación a un nivel bajo (en comparación con los estándares internacionales); las tasas de interés han permanecido relativamente estables y, lo más llamativo de todo, el tipo de cambio real se ha ido depreciando, aumentando la competitividad del sector transable. La devaluación real del ringgit a partir de 1985 llegó a un punto culminante de 34% en 1991 y desde ese año comenzó a apreciarse un aumento evidente.

Los resultados de la economía malaya sugieren que es posible gestionar un gran afluente de capitales sin enfrentarse a los problemas fundamentales que se han analizado en el acápite precedente, a saber: una fuerte revaluación del tipo de cambio real, una baja tasa de interés y una economía que se sobrecalienta con una inflación excesiva, o ambos factores a la vez.

El buen desempeño de la economía malaya a partir de la recesión de 1985-86 ha sido el resultado de una sólida gestión económica. Entre las políticas que han contribuido a dicho resultado es posible aislar las siguientes:

La primera y la más importante, un gran ajuste fiscal. De hecho, las autoridades malayas han sido capaces de reducir el déficit global del sector público de 5% del PNB en 1986 a un superávit de 0,4% del PIB en 1992.²⁶ A la vez, el aumento del ahorro del sector público ha permitido al país pagar anticipadamente su deuda externa a un ritmo de uno a dos mil millones de dólares al año entre 1987-1990, convirtiéndose todo ello en un factor primordial a la hora de explicar la esterilización exitosa de los efectos monetarios de las afluencias de inversión foránea directa.²⁷

Segunda, aun cuando la inversión extranjera directa ha contribuido a un agudo incremento en la tasa de inversión, absorbiendo mayoritariamente la afluencia de capitales asociado en bienes transables, en virtud de lo cual la presión a favor de una revaluación del tipo de cambio real ha sido mínima, al intervenir en el mercado de cambios internacionales las autoridades han sido capaces de alcanzar, hasta 1991, una devaluación real. El Banco Central ha aumentado continuamente su disponibilidad en reservas internacionales a una tasa promedio de 4,3% del PIB al año desde 1986. Al

²⁶ Las cifras del déficit-superávit dan cuenta de todos los gastos, incluyendo la formación neta de capital y las empresas públicas.

²⁷ La deuda total de largo y mediano plazo del sector público, como porcentaje del PNB, bajó a la mitad entre 1987 y 1990.

concluir 1992, el *stock* de reservas internacionales del Banco Central era mayor que el total de la deuda externa del país.

Tercera, una política monetaria de ajuste ha contribuido a la esterilización de los efectos monetarios de la acumulación de reservas. Ello se ha hecho imponiendo restricciones a los intermediarios financieros, como el 1% de aumento (desde un 5,5 a 6,5%) en la tasa de encaje a los bancos y otras instituciones financieras en 1989, y la imposición de condiciones más estrictas para la garantía de cierto tipo de créditos de consumo (como los empréstitos para compras con tarjetas de crédito y compra de vehículos motorizados) en 1992. Además de ello, el Banco Central se ha comprometido cada vez más en operaciones en el mercado del dinero, para esterilizar la mayor liquidez ocasionada por la afluencia de capitales. Dichas políticas han contribuido, en conjunto, a evitar un estallido de la inflación, lo que de otro modo hubiera ocurrido con seguridad.

Finalmente, se ha llevado a cabo una mayor liberalización de la economía tanto en la cuenta corriente como en la de capitales. De hecho, durante ese período el Gobierno suavizó las directrices respecto de la inversión foránea en el país (1986) y suprimió algunas de las restricciones que había al endeudamiento crediticio de los no residentes (1987 y 1989). También implementó reducciones arancelarias selectivas en 1989-90 y este año se ha anunciado un paquete de reducción sustancial de los derechos aduaneros. Tales políticas, aunque implementadas en una economía ya abierta, reforzaron el compromiso de la autoridad con una economía de libre mercado, en la que el sector privado es el protagonista fundamental. Ellas sirvieron a la vez para alivianar en parte la presión que ejercía la afluencia de capitales sobre el mercado local, al promover un aumento de las importaciones.

En suma, una gestión macroeconómica consistente, junto a un bajo déficit fiscal y una reducida inflación, aparece como una condición necesaria para la recuperación de la economía malaya. En tal sentido, la flexibilidad fiscal resulta el aspecto más relevante en el caso de Malasia, en la medida en que resultó crucial para alcanzar los equilibrios macroeconómicos necesarios en un tiempo razonable. Durante esa recuperación liderada por el sector privado ha sido importante refrenar los gastos del sector público para atraer la inversión foránea al país, al igual que hacer un espacio en los gastos agregados para el incremento en la inversión sin necesidad de comprimir las exportaciones. Pareciera, entonces, que el capital foráneo actúa, en el caso de Malasia, como un complemento a los ahorros del sector público y el privado, en lo que respecta al financiamiento del pronunciado aumento de la inversión.

Digno de mencionar es que, a pesar de las sólidas políticas macroeconómicas implementadas en Malasia durante los últimos años, la economía pareció evidenciar algunos síntomas de recalentamiento en 1992, en la medida en que se volvía cada vez más difícil continuar con la esterilización. Ahora comienzan a aparecer algunos problemas similares a los que han enfrentado otros países.

4.6 México

En el período 1970-1982, México siguió una política de crecimiento liderado por el Estado, en que el motor de ese crecimiento fue la expansión del gasto público. Aunque el crecimiento registrado fue alto, hubo grandes desequilibrios macroeconómicos que condujeron a la crisis de 1982. La inflación, que en el largo período en que imperaba un tipo de cambio fijo había estado próxima a los niveles estadounidenses, aumentó a niveles de dos dígitos anuales en la segunda mitad de los setenta. Al mantenerse fijo el tipo de cambio, empezó a gestarse una revaluación, y las cuentas externas comenzaron a sufrir las consecuencias de la expansión del gasto y la revaluación real. Cuando los precios internacionales del crudo cayeron y las tasas de interés internacionales iniciaron un alza a comienzos de los ochenta, la situación de la balanza de pagos se volvió insostenible. Las presiones sobre el peso se intensificaron a medida que las fugas de capital se generalizaban. Finalmente, el 18 de febrero de 1982, el peso fue devaluado en 57%. Aunque inicialmente esa devaluación fue acompañada de un ajuste fiscal y una política más flexible en las tasas de interés, un gran aumento en los salarios nominales descarriló el programa y la inflación se disparó. Como la deuda de corto plazo no pudo ser renovada, México hubo de anunciar en agosto de 1982 que no podría servir el montante principal de su deuda externa. El alza obligada en la cuantía de la transferencia al exterior que resultó del repentino corte en el financiamiento externo fue enfrentada con severas restricciones a la importación y el control en las salidas de capital. Finalmente, el 13 de agosto las cuentas denominadas en dólares de los bancos locales se volvieron pagaderas sólo en pesos, y en septiembre de 1982 el sistema bancario fue nacionalizado. La inflación llegó a casi el ciento por ciento en 1982.

El gobierno de De la Madrid, que asumió en diciembre de 1982, resolvió aplicar tempranamente una estrategia de estabilización de la economía e inició su transformación estructural. Dicho cambio incluyó una revisión en profundidad del rol del Estado. Dada la importancia del sector

público en México, el ajuste del mismo fue un componente integral del intento estabilizador. Partiendo en 1985, la apertura de la economía se volvió la segunda área prioritaria de reforma.

En los primeros años del gobierno de De la Madrid la preocupación fundamental fue la crisis externa y la reducción de la inflación. La reducción del déficit del sector público fue una reforma clave, pensada para restablecer los desequilibrios macroeconómicos y controlar la inflación. El ajuste del sector público fue impactante. El déficit primario del sector público se vio reducido de 7,3% del PIB en 1982 a un superávit de 4,8% en 1984.²⁸ La política relativa al tipo de cambio y la política comercial fueron a la vez reformadas con el fin de aumentar la integración de México al mercado mundial. El avance en el tema de la privatización ha sido también muy impresionante. Las 1.222 empresas públicas que existían en 1982 han quedado reducidas a 452 a través de las ventas, las fusiones, la liquidación o el cierre. Actualmente, otras 167 empresas públicas están en proceso de liquidación. Tras la abrupta caída de los precios del crudo en 1986, la situación fiscal se deterioró, el índice de devaluación fue aumentado y la tasa de inflación también subió.

En diciembre de 1987 fueron puestos en práctica un segundo ajuste fiscal y un segundo programa global, muy heterodoxos, de estabilización, denominados Pacto de Solidaridad Económica. Como parte de dicho Pacto, el superávit primario aumentó a más de 8% del PIB. El tipo de cambio fue inicialmente fijo y luego, como parte de la negociación para la renovación del Pacto, se estableció una tasa de arrastre a una nominal decreciente. Dicha tasa fue ajustada hacia abajo en tres ocasiones. Inicialmente, fue a razón de un peso por día; luego se la redujo a 0,80 peso por día, luego a 0,40 peso y últimamente (noviembre de 1991) quedó reducida a 0,20 peso por día. El objetivo final es converger a un tipo de cambio fijo y, de este modo, derivar hacia una tasa inflacionaria más próxima a la de EE.UU.

La reforma de la política comercial se inició tan sólo en 1985. Incluso entonces hubo indicios conflictivos provenientes de los diversos responsables económicos. Sin embargo, la integración a la economía mundial progresó mucho en el período subsecuente. En torno a 1983, el ciento

²⁸ El equilibrio primario excluía el pago de todos los intereses. El ajuste en el equilibrio operacional no fue tan impactante, pero así y todo muy vasto, yendo de un déficit de 5,5% del PNB en 1982 a un superávit de 1,8% del PNB en 1987, antes de que un alza temporal de las tasas de interés reales al nivel local en 1988 —resultante del programa de estabilización— lo trajera de vuelta a un déficit de 3,5% del PNB.

por ciento del valor de las importaciones estaba sujeto a permisos de importación y había dieciséis niveles arancelarios distintos, con una tarifa media de 27%. Las restricciones no arancelarias eran a la vez un impedimento relevante al comercio exterior. Con todo, en torno a 1990, tan sólo el 13,7% del valor de las importaciones estaba sujeto a tales permisos; el arancel promedio había quedado reducido a 13,1% y tan sólo subsistían cinco niveles tarifarios (del 0, 5, 10, 15 y 20%). Además, en noviembre de 1985, México inició conversaciones con el GATT para su eventual incorporación a dicha entidad, y en julio de 1986 se convirtió en miembro de pleno derecho de ella. El Gobierno actual ha hecho también algunos avances en cuanto a la reglamentación local y la transformación del sector público, incluyendo la privatización de un gran número de empresas generadoras de bienes y servicios privados.

Hasta 1987, la política relativa al tipo de cambio estaba engranada para complementar la política fiscal y monetaria, con miras a lograr una devaluación real que acompañara al aumento en la cuantía de la transferencia externa requerida por la precaria situación de la deuda externa. Partiendo de 1988, la política del tipo de cambio ha sido utilizada como el factor central de anclaje para el nivel de precios. Dicho rol se ha visto apoyado por los objetivos monetarios que se fijara el Banco Central. Sin embargo, en la fase inicial, la inercia inflacionaria y la necesidad de generar cierta credibilidad en la política de estabilización redundaron en una lenta reducción de la tasa de inflación local y una revaluación del tipo de cambio real. Más adelante, cuando esa credibilidad aumentó, un incremento parcialmente esterilizado en la afluencia de capitales se tradujo en presiones alcistas en el precio de los bienes no transables y otra revaluación real.

La administración de Salinas de Gortari, que asumió en diciembre de 1988, profundizó la transformación de la economía, yendo aún más lejos: en el control de las finanzas públicas, el proceso de privatización, la liberalización del comercio —incluyendo las negociaciones de un acuerdo de libre comercio con EE.UU. y Canadá—, un tratamiento más libre a la inversión extranjera, una reforma financiera —incluida la privatización reciente de los bancos— y la mejora de los servicios sociales. El avance ulterior en la transformación de la economía y la consolidación de la estabilización fueron acompañados de una política para conseguir una reducción en la cuantía de la transferencia al exterior requerida para servir la deuda externa.

A medida que el país avanza en su estabilización y prosigue su transformación hacia una economía más abierta y menos reglamentada, con el sector público desentendiéndose de la producción de bienes priva-

dos, las perspectivas de la economía mexicana han mejorado sustancialmente. Las mejoras en cuanto a perspectivas económicas, junto con la reducción drástica de las tasas de interés estadounidenses, han promovido un alza sustancial en la afluencia de capitales. La inversión en cartera aumentó desde cerca de 400 millones de dólares en 1989 a 14 mil millones en 1992 (véase Cuadro N° 6).

La gran afluencia de capitales del período ulterior a 1989 ha creado algunas dificultades en la gestión económica global, lo que ha obligado a las autoridades económicas mexicanas a intervenir.

4.6.1 Medidas para paliar los efectos macroeconómicos de la afluencia de capitales

Para reducir los efectos inflacionarios y de revaluación del tipo de cambio real que genera la afluencia de capitales, las autoridades mexicanas decidieron tempranamente, en 1990, esterilizar los efectos monetarios de tales afluencias. Al aumentar el ahorro público y, por ende, permitir que el Banco Central redujera el crédito local neto al Gobierno, crearon al mismo tiempo un espacio en los gastos agregados para la expansión del gasto del sector privado emergente de las mayores afluencias de capital.

Dichas políticas fueron complementadas por operaciones de mercado abierto para reducir la volatilidad y expansión de liquidez resultantes de tales afluencias. La esterilización se llevó a cabo a través de una contracción del crédito local neto del Banco Central.

Adicionalmente, a partir de noviembre de 1991, la política relativa al tipo de cambio ha sido modificada para ampliar la banda entre los puntos de intervención de compra y venta. Al depreciar sobre una base diaria el techo de la banda del tipo de cambio, esto es, el valor de venta, al tiempo que se mantiene fijo el valor de compra, el tamaño de la banda ha ido en aumento. En la actualidad, el techo de la banda se devalúa a un ritmo diario de 0,0004 peso nuevo, equivalente a una tasa de 4,5% anual. Con la política actual, a fines de 1993 el índice tope sería de 9,1% por sobre el índice basal. La ampliación de la banda del tipo de cambio aumenta la efectividad de la política monetaria e introduce mayor incertidumbre en el retorno de la afluencia de capitales. Por lo tanto, como un beneficio marginal, desincentiva la afluencia de capitales a corto plazo. A medida que la maduración de la afluencia de capitales se amplía, este factor se torna mucho menos relevante.

Pese a todas las medidas previamente analizadas, la afluencia de

capitales prosiguió a un ritmo que las autoridades consideran “demasiado alto”. Como respuesta a ello, a comienzos de 1992 fueron puestas en práctica ciertas restricciones a la afluencia de capitales. En abril de ese año, el Banco de México restringió los pasivos en divisas de la banca comercial a 10% de sus pasivos totales (en pesos y en divisas). Luego, en noviembre del mismo año, esa restricción se vio atenuada al permitir que los bancos comerciales aumentaran los depósitos en moneda extranjera para ciertos usos específicos por sobre el 10% de sus pasivos totales.

5. Acotaciones finales

En los últimos cinco años ha habido un interés creciente de parte de los inversionistas de los países industrializados en invertir en los países en vías de desarrollo, particularmente en aquellos que han estabilizado su economía y llevado a cabo ciertas reformas fundamentales de sus políticas e instituciones, abriendo sus economías a la competencia internacional, aumentando la confianza en el mercado y disminuyendo el rol del Estado en la producción de bienes privados. Las mejores perspectivas de los países receptores y la baja de las tasas de interés en el mercado internacional han contribuido a dicho giro.

El aumento en la afluencia de capitales hacia los países en desarrollo ha alivianado los constreñimientos en balanza de pagos de los países receptores, pero al mismo tiempo ha generado algunos problemas nuevos. Ellos son de tres tipos: un aumento de la monetización y la inflación, una revaluación del tipo de cambio real y una menor efectividad de la política monetaria.

Para hacer frente a tales dificultades, ciertos países en vías de desarrollo han puesto en práctica diversas políticas que aspiran a compensar los efectos monetarios y los efectos reales de la afluencia de capitales. El resultado ha sido distinto para cada país y el éxito muy variable en cada caso. En el Cuadro N° 7 del Anexo se aprecia la mezcla singular de varias medidas políticas a que ha recurrido cada país incluido en la muestra. El Cuadro N° 8 (véase Anexo) resume los resultados alcanzados en algunas variables macroeconómicas claves para todos los países de la muestra.

En relación a los resultados alcanzados en cada país, hay ciertos hechos relevantes dignos de mencionar:

- Primero, puede decirse que todos los países han tenido éxito en evitar un aumento permanente y significativo de la inflación, esto

es, que en todos ellos la inflación ha permanecido relativamente estable. Aunque en el caso de Malasia la inflación pareciera estar aumentando durante los últimos dos años, también es cierto que ese país exhibe la tasa de inflación más baja entre todos los países de la muestra.

- Segundo, en términos del patrón exhibido por el tipo de cambio real, se puede dividir la muestra en dos grupos distintos. En el primero, se incluye a Indonesia y Malasia, que han evitado una revaluación significativa del tipo de cambio real (Malasia exhibe una devaluación real), mientras que en el segundo están Corea y México, que han sufrido una fuerte revaluación del tipo de cambio real. Chile se sitúa entre estos dos grupos.
- Tercero, los países que han recibido las mayores afluencias de capital (como un porcentaje del PIB) en promedio durante 1989-1992 “no son” los que han experimentado la mayor revaluación del tipo de cambio. En rigor, los mayores receptores de afluencias de capital (como un porcentaje del PIB) son Malasia (8,1%) y Chile (7,5%), seguidos de México (5,2%), Indonesia (3,9%) y Corea (1,2%).
- Cuarto, esos países que muestran un patrón decreciente de consumo público —como porcentaje del PIB— son también los que exhiben una revaluación inferior del tipo de cambio (Malasia, Chile e Indonesia).
- Aquellos países que muestran una participación no decreciente del consumo público en el PIB son los mismos que exhiben la mayor revaluación del tipo de cambio, a pesar de no ser los mayores receptores de las afluencias de capital.

Es posible extraer, además, varias conclusiones en función de la política económica aplicada para paliar algunos de los efectos colaterales de la afluencia de capitales.

Primera, el Banco Central tiene un rol que jugar con miras a evitar algunos de los efectos colaterales de esas afluencias de capital.

Segunda, pareciera que para obtener los beneficios de la afluencia de capitales, y a la vez aminorar algunos de los efectos colaterales, lo más efectivo es una política fiscal de ajuste para evitar una fuerte revaluación del tipo de cambio real. Los países que incrementaron el ahorro público dispusieron de un espacio mayor para el aumento de la inversión en el sector privado financiado por la afluencia de capitales.

Tercera, el aumento del ahorro del sector público parece ser la única política sostenible para resguardar en el largo plazo el tipo de cambio real y

que ella sea percibida, a la vez, favorablemente por la comunidad inversora internacional.

Cuarta, en el corto plazo parece más apropiada una política mixta que una política fiscal pura. Esto sucede porque la política fiscal carece normalmente de la flexibilidad requerida para paliar los flujos volátiles de capital en el corto plazo. Sin embargo, la alta volatilidad de las inversiones en cartera impone ciertos constreñimientos a mediano y largo plazo, en términos de mantener la política fiscal en concordancia con los fundamentos.

Quinta, el recurso de la intervención esterilizada ha demostrado no ser un mecanismo muy efectivo para proteger el tipo de cambio real frente a la revaluación, especialmente en el mediano y largo plazo. Aunque esta política puede funcionar en el muy corto plazo, el aumento de las tasas de interés locales asociado a ella brinda incentivos adicionales a la afluencia de capitales. A la vez, por la mayor integración a nivel mundial de los mercados financieros, el período durante el cual esta política puede funcionar se acorta con excesiva celeridad. Finalmente, dicha política no es sostenible en el largo plazo porque ella ha dado muestras de empeorar el déficit cuasi-público del Banco Central. Esto último puede ser la fuente de ciertas arremetidas especulativas en contra del tipo de cambio.

Sexta, es necesario, al parecer, dejar que las tasas de interés locales caigan a niveles consistentes con las tasas de interés internacionales, aumentadas por la devaluación esperada, para reducir la afluencia de capitales. Como bien lo demuestra la experiencia de Colombia e Indonesia, permitir que las tasas de interés locales se adapten reduce los incentivos a la afluencia de capitales y elimina las pérdidas cuasi-fiscales del Banco Central. Los efectos de demanda agregada de la tasa de interés inferior deben paliarse con un ajuste fiscal.

Séptima, los impedimentos a la afluencia de capitales por la vía de imponer restricciones cuantitativas o techos al crédito extranjero solicitado por los bancos u otros grandes prestatarios (grandes empresas), o la esterilización mediante la compra de los pasivos del Banco Central por los grandes inversionistas (fondos de pensiones o empresas públicas), resultan muy efectivos *en el corto plazo* en la medida que no generan un aumento en las tasas de interés locales y las afluencias adicionales de capital. Sin embargo, dadas la integración mundial y la globalización de los mercados financieros y la sofisticación de los intermediarios financieros, este tipo de política no parece muy efectivo en el largo plazo. A la vez, esta forma de restricciones puede ser muy dañina para la economía en su conjunto, por sus efectos generalizados, y asociados, sobre la asignación de recursos y la

eficiencia. Probablemente, tendrá a la vez efectos negativos sobre la cuantía total de la afluencia de capitales al país, al ser percibida negativamente por los inversionistas internacionales.

En suma, si bien la afluencia de capitales tiene el beneficio de producir un relajamiento de la restricción de balanza de pagos, por otro lado puede generar ciertos problemas de ajuste macroeconómico. En tal sentido, los flujos de capital hacia los países en desarrollo, manejados con propiedad, pueden ser a la vez el resultado y la causa de un buen desempeño macroeconómico. Sin embargo, una gestión pobre en cuanto a política económica en el país receptor puede ocasionar una reversión de los flujos más que reforzar su continuación. El uso de herramientas de política económica apropiadas puede ser crucial para alcanzar una tasa de crecimiento del producto y de la inversión sostenida y mayor. La única política razonable y sustentable parece ser la fiscal, no sólo por el alto grado de integración de los mercados financieros en todo el mundo, sino también porque la política monetaria se torna menos efectiva siempre que haya un objetivo nominal del tipo de cambio. Ello es particularmente cierto en el caso de esos flujos altamente volátiles, como es la inversión privada en cartera.

Para los ingresos de capitales con características de más largo plazo, las autoridades debieran estar dispuestas a tolerar los mecanismos de ajuste que funcionan a través de la revaluación real. En tal caso, pudiera ser que un ajuste fiscal acompañara a los flujos de capitales para reducir la cuantía de la revaluación requerida y/o distribuir la repreciación real en el tiempo.

ANEXO

CUADRO Nº 1 A. INDICADORES MACROECONÓMICOS

Chile	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Inflación promedio (%)	19,48	19,87	14,69	17,03	26,04	21,78	15,43
Tipo de cambio real							
Efectivo ('85=100) (1)	84,52	78,43	73,35	75,01	72,84	75,15	79,5
Dinero de reserva							
(L. c. millones \$)	2317443	2492480	2400394	2321690	3675395	4507409	5238266
— Crédito local neto	2846763	3198490	2737820	2206783	2539786	2750800	2271891
— Activos foráneos netos	-529320	-706010	-337426	114907	1135609	1756609	2966375
Inversión (% PNB) (2)	18,88	22,24	22,77	25,53	24,73	22,15	23,74
Ahorro nacional (% PIB) (2)	11,54	17,25	22,77	23,68	22,41	22,32	22,01
— Consumo privado (% PIB) (2)	65,48	64,00	59,91	60,41	62,47	63,53	64,5
— Consumo estatal (% PIB) (2)	12,58	10,88	10,36	9,60	9,60	9,69	9,73
Déficit en cuenta corriente							
(% PIB) (2)	7,34	4,99	0,50	1,85	2,32	-0,17	1,73

B. DATOS ESCOGIDOS DE LA BALANZA DE PAGOS (EN MILLONES DE DÓLARES)

Chile	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Reservas: Cambio neto en disponib.	225	-79,2	-867	-581	-2320	-1340	-1950
Capital a corto plazo	377	172	-208	742	1143	-212	1712
Capital a largo plazo	26	-74	299	-916	1094	378	506
Inversión en cartera	197	693	870	1400	766	93	-14
Inversión neta directa	116	230	141	184	249	563	737
Balanza de la cuenta de capitales	716	1020	1100	1410	3250	822	294
Errores y omisiones netos	224	-77,7	-109	-71,3	-326	283	187

Fuente: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; FMI, *Estadísticas de Balanza de Pagos Banco Central de Chile*.

Notas: (1) Un alza en este índice es una revaluación del TCR. (2) Computado a precios actuales. (3) Una cifra negativa significa un aumento de las reservas.

CUADRO Nº 2 A: INDICADORES MACROECONÓMICOS

Colombia	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Inflación promedio (%)	18,88	23,3	28,11	25,84	29,14	30,39	27,03
Tipo de cambio real							
Efectivo ('85=100) (1)	74,51	66,44	64,08	61,63	54,46	56,27	61,66
Dinero de reserva							
(L. c. millones \$)	581500	848900	1017600	1694400	2077300	2647700	3619300
— Crédito local neto	-236430	-150883	-543	307450	-113860	-1088270	-1732270
— Activos foráneos netos	817930	999783	1018143	1386950	2191160	3735970	5351570
Inversión (% PNB) (2)	18,00	20,00	21,99	19,98	18,23	15,26	17,91
Ahorro nacional (% PIB) (2)	20,40	19,16	20,29	19,09	18,56	18,38	15,96
— Consumo privado (% PIB) (2)	65,35	66,13	65,50	65,29	65,39	66,05	64,83
— Consumo estatal (% PIB) (2)	9,81	9,84	10,08	10,55	10,73	10,63	10,39
Déficit en cuenta corriente							
(% PIB) (2)	-2,40	0,83	1,70	0,88	-0,33	-3,12	1,95

B. DATOS ESCOGIDOS DE LA BALANZA DE PAGOS
(en millones de dólares)

Colombia	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Reservas: Cambio neto en disponib. (3)-1350		106	-348	-220	-667	-1890	n.a.
Capital a corto plazo	-1307	-192	105	-175	-198	-926	n.a.
Capital a largo plazo	1793	-150	675	-73	-284	-371	n.a.
Inversión en cartera	30	48	0	179	-4	81	n.a.
Inversión neta directa	642	293	159	547	484	433	743
Balanza de la cuenta de capital	1160	-1	939	478	-2	-783	n.a.
Errores y omisiones netos	-417	67	-530	37	-56	139	n.a.

CUADRO N° 3 A: INDICADORES MACROECONÓMICOS

Indonesia	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Inflación promedio (%)							
Tipo de cambio real							
Efectivo ('85=100) (1)	5,94	9,16	8,04	6,42	7,45	9,25	7,51
Dinero de reserva							
(L. c. millones \$)	8170000	9032000	8381000	10788000	12549000	12961000	15509000
— Crédito local neto	-70096	-118530	1868380	5757160	925740	-5181137	-15673500
— Activos foráneos netos	8240096	9150530	6512620	5030840	11623260	18142137	31182500
Inversión (% PNB) (2)	28,27	31,36	31,53	35,19	36,58	35,07	36,31
Ahorro nacional (% PIB) (2)	23,18	28,08	29,12	32,69	32,21	30,99	35,83
— Consumo privado (% PIB) (2)	61,70	57,68	57,03	53,09	53,99	55,09	50,78
— Consumo estatal (% PIB) (2)	11,03	9,42	8,98	9,39	8,92	9,18	8,90
Déficit en cuenta corriente (% PIB) (2)	5,08	3,29	2,41	2,49	4,37	4,07	0,49

B. DATOS ESCOGIDOS DE LA BALANZA DE PAGOS
(en millones de dólares)

Indonesia	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Reservas: Cambio neto en disponib.	928	-876	451	-466	-2100	-2060	-1340
Capital a corto plazo	1300	970	408	-98	-229	214	137
Capital a largo plazo	2358	2213	1333	2510	3724	4440	4044
Inversión en cartera	268	-88	-98	-173	-93	-12	-88
Inversión neta directa	258	385	576	682	1090	1480	1770
Balanza de la cuenta de capital	4180	3480	2220	2920	4500	6130	5860
Errores y omisiones netos	-1270	-753	-933	-1320	744	-517	-115

CUADRO N° 4 A: INDICADORES MACROECONÓMICOS

Corea	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Inflación promedio (%)	2,7	3,05	7,15	5,7	8,58	9,65	6,24
Tipo de cambio real							
Efectivo ('85=100) (1)	104,45	112,33	130,12	142,81	142,02	150,03	148,81
Dinero de reserva							
— L. c. millones \$	5017000	7469000	9728000	12819000	13811000	16322000	18107000
— Crédito local neto	3540010	5089820	1298590	2493580	3053200	5684600	4496400
— Activos foráneos netos	1476990	2379180	8429410	10325420	10757800	10637400	13610600
Inversión (% PNB) (2)	28,35	29,46	30,64	33,35	36,95	39,03	35,87
Ahorro nacional (% PIB) (2)	30,95	34,42	36,95	34,76	35,48	35,93	34,48
— Consumo privado (% PIB) (2)	55,97	53,48	51,94	53,86	53,20	52,67	53,40
— Consumo estatal (% PIB) (2)	10,06	9,88	9,76	10,53	10,61	10,67	11,35
Déficit en cuenta corriente							
(% PIB) (2)	-2,60	-4,96	-6,30	-1,41	1,47	3,09	1,40

B. DATOS ESCOGIDOS DE LA BALANZA DE PAGOS
(en millones de dólares)

Corea	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Reservas: Cambio neto en disponib.	-165	-2260	-3680	-2870	421	1090	-3420
Capital a corto plazo	1419	-462	-840	1280	3625	756	-371
Capital a largo plazo	-3202	-8785	-3642	-4332	-1370	3186	2278
Inversión en cartera	301	-113	-482	-29	811	3120	5740
Inversión neta directa	325	418	720	453	-105	-240	-500
Balanza de la cuenta de capitales	-3990	-8930	-4250	-2630	2970	6830	7150
Errorés y omisiones netos	-547	1180	-591	690	-2010	753	1100

CUADRO Nº 5 A: INDICADORES MACROECONÓMICOS

Malasia	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Inflación promedio (%)	0,74	0,29	2,56	2,81	2,62	4,36	4,77
Tipo de cambio real							
Efectivo ('85=100) (1)	83,94	79,58	72,16	70,87	68,01	66,09	70,26
Dinero de reserva (L. c. millones \$)	10134	10664	11894	14783	18145	20771	22150
— Crédito local neto	-6191	-8769	-6435	-6866	-8875	-9677	-32593
— Activos foráneos netos	16325	19433	18330	21650	27020	30447	54743
Inversión (% PNB) (2)	25,99	23,18	25,96	29,09	32,08	136,33	33,83
Ahorro nacional (% PIB) (2)	25,40	31,09	30,73	28,74	28,19	28,01	30,90
— Consumo privado (% PIB) (2)	50,98	47,33	49,37	51,09	53,42	54,69	51,57
— Consumo estatal (% PIB) (2)	16,94	15,37	14,30	14,40	14,01	14,20	13,51
Déficit cuenta corriente (% PIB) (2)	0,58	-7,91	-4,78	0,35	3,89	8,31	2,93

B. DATOS ESCOGIDOS DE LA BALANZA DE PAGOS
(en millones de dólares)

Malasia	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Reservas: Cambio neto en disponib.	-1140	-1470	1070	-1260	-1990	-1170	-6890
Capital a corto plazo	-10,8	-969,1	-1140,9	556,8	230,52	610,55	3078,75
Capital a largo plazo	600,75	-1107,22	-1496	-569,5	-58	642	243
Inversión en cartera	29,8	140	-448	-107	-255	170	-1110
Inversión neta directa	489	423	719	1670	2330	4070	4120
Balanza de la cuenta de capitales	1110	-1520	-2360	1550	2250	5500	6330
Errores y omisiones netos	476	20	96,7	-101	1330	270	2010

CUADRO N° 6 A: INDICADORES MACROECONÓMICOS

México	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Inflación promedio (%)	86,23	131,83	114,16	20,01	26,65	22,66	15,51
Tipo de cambio real							
Efectivo (*85=100) (1)	80,53	80,71	100,76	106,43	113,89	129,94	145,48
Dinero de reserva							
(L. c. Millones \$)	8444	14402	20874	23012	31135	39797	45536
— Crédito local neto	5946	-4493	16813	19011	20182	5246	4370
— Activos foráneos netos	2498	18895	4061	4001	10953	34551	41166
Inversión (% PNB) (2)	18,54	19,26	20,41	21,41	21,89	22,36	24,83
Ahorro nacional (% PIB) (2)	17,07	20,79	18,22	17,79	17,76	16,99	18,00
— Consumo privado (% PIB) (2)	68,45	65,84	69,41	70,31	70,86	71,69	73,98
— Consumo estatal (% PIB) (2)	9,10	8,79	8,64	8,45	8,42	9,01	8,97
Déficit en cuenta corriente (% PIB) (2)	1,47	-1,53	2,20	3,63	4,14	5,37	6,83

B. DATOS ESCOGIDOS DE LA BALANZA DE PAGOS
(en millones de dólares)

México	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Reservas: Cambio neto en disponib.	232	-5680	6790	-121	-2020	-7620	-1930
Capital a corto plazo	694	-5049	-678	-936	2845	3413	6235
Capital a largo plazo	-272	1193	-4950	-1194	8410	6917	730
Inversión en cartera	-816	-397	1680	438	-5360	9270	14100
Inversión neta directa	1520	3250	2590	3040	2630	4760	5370
Balanza de la cuenta de capitales	1130	-1000	-1360	1350	8530	24400	26400
Errorres y omisiones netos	458	2610	-2840	2790	890	-2580	-1860

CUADRO N° 7 PRINCIPALES ÍNDICES MACROECONÓMICOS UTILIZADOS POR LOS PAÍSES DE LA MUESTRA

	Derivación hacia un tipo de cambio con mayor flotación (ampliación de la banda, limitación al uso de facilidades de canje, pivote en una canasta de divisas, etc.)	Restricción fiscal (inclu- siva de pago de la deuda externa pública)	Esterilización mediante opera- ciones abiertas de mercado	Esterilización mediante otros mecanismos (aumento de las reservas ban- carias, aumen- to del índice de capitalización de los bancos, etc.)	Restricciones a las afluentes de capital (impuestos a las afluentes de capital, requisitos mínimos en reservas a los empréstitos foráneos, techos al endeuda- miento foráneo,etc.),	Liberalización de la cuenta corriente (reducción arancelaria, etc.)	Liberalización de la salida de capital
México	Sí	Sí	Sí		Sí	Sí	Sí
Chile	Sí		Sí		Sí	Sí	Sí
Colombia			Sí	Sí*		Sí	Sí
Corea		Sí	Sí		Sí		Sí
Indonesia	Sí	Sí		Sí	Sí	Sí	
Malasia		Sí	Sí	Sí		Sí	

* Sólo temporal.

CUADRO N° 8

Chile	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Balance global de cuenta de capitales							
— En millones de dólares USA	940	942,3	991	1338,7	2924	1105	3127
— % del PIB	5,93	5,39	4,52	5,86	11,62	3,80	8,72
Consumo estatal (% PIB)	12,65	11,42	10,51	9,84	9,73	9,57	9,11
Inflación promedio (%)	19,48	19,87	14,69	17,03	26,04	21,78	15,43
Tipo de cambio real efectivo ('85=100)	84,52	78,43	73,43	75,01	72,84	75,15	79,5
Déficit en cuenta corriente (% PIB)	7,40	4,86	1,50	3,96	3,48	0,91	2,84
Colombia	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Balance global de cuenta de capitales							
— En millones de dólares USA	743	66	409	515	-58	-644	n.a.
— % del PIB	2,13	0,18	1,05	1,30	-0,14	-1,54	n.a.
Consumo estatal (% PIB)	9,81	9,84	10,08	10,55	10,73	10,63	10,39
Inflación promedio (%)	18,88	23,3	28,11	25,84	29,14	30,39	27,03
Tipo de cambio real efectivo ('85=100)	74,51	66,44	64,08	61,73	54,46	56,27	61,46
Déficit en cuenta corriente (% PIB)	-2,40	0,83	1,70	0,88	-0,33	-3,12	1,95

Indonesia	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Balance global de cuenta de capital							
— En millones de dólares USA	2910	2727	1287	1600	5244	5613	5745
— % del PIB	4,64	3,60	1,57	1,72	5,06	4,93	4,57
Consumo estatal (% PIB)	11,03	9,42	8,98	9,39	8,92	9,18	8,90
Inflación promedio (%)	5,94	9,16	8,04	6,42	7,45	9,25	7,51
Tipo de cambio real efectivo ('85=100)	74,79	79,08	78,31	76,51	75,02	78,08	80,59
Déficit en cuenta corriente (% PIB)	5,08	3,29	2,41	2,49	4,37	4,07	0,49
Corea	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Balance global de cuenta de capitales							
— En millones de dólares USA	-4537	-7750	-4841	-1940	960	7583	8250
— % del PIB	-4,28	-5,91	-2,76	-0,91	0,39	2,67	2,78
Consumo estatal (% PIB)	10,06	9,88	9,76	10,53	10,61	10,67	11,35
Inflación promedio (%)	2,75	3,05	7,15	5,7	8,58	9,65	6,24
Tipo de cambio real efectivo ('85=100)	104,45	112,33	130,12	142,81	142,02	150,03	148,81
Déficit en cuenta corriente (% PIB)	-2,60	-4,96	-6,30	-1,41	1,47	3,09	1,40

Malasia	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Balance global de cuenta de capital							
— En millones de dólares USA	1536	-1500	-2263,3	-1449	3580	5770	8340
— % del PIB	5,71	-4,75	-6,52	3,81	8,36	12,21	14,47
Consumo estatal (% PIB)	16,94	15,37	14,30	14,40	14,01	14,20	13,51
Inflación promedio (%)	0,74	0,29	2,56	2,81	2,62	4,36	4,77
Tipo de cambio real efectivo ('85=100)	83,94	79,58	72,16	70,87	68,01	66,09	70,26
Déficit en cuenta corriente (% PIB)	0,58	-7,91	-4,78	0,35	3,89	8,31	2,93
México	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Balance global de cuenta de capitales							
— En millones de dólares USA	1588	1610	-4200	4140	9420	21820	24540
— % del PIB	1,23	1,15	-2,44	2,00	3,86	7,62	7,36
Consumo estatal (% PIB)	9,10	8,79	8,64	8,45	8,42	9,01	8,97
Inflación promedio (%)	86,23	131,83	114,16	20,01	26,65	22,66	15,51
Tipo de cambio real efectivo ('85=100)	80,53	80,71	100,76	106,43	113,89	129,94	145,48
Déficit en cuenta corriente (% PIB)	1,47	-1,53	2,20	3,63	4,14	5,37	6,83

Referencias bibliográficas

- Banco Mundial (1992). *World Debt Tables 1992-1993*. Banco Mundial, Washington D. C.
- (1989). “Malaysia, Matching Risks and Rewards in a Mixed Economy”. A World Bank Country Study, Banco Mundial Washington D. C.
- (1992). “Korea, Managing the Industrial Transition”, volumen I y II. A World Bank Country Study, Banco Mundial, Washington D. C.
- Bank Negara Malasia. *Annual Report*, varias ediciones.
- Calvo, G. y C. Rodríguez (1977). “A Model of Exchange Rate Determination Under Currency Substitution and Rational Expectations”. *Journal of Political Economy*, Vol. 85, N° 3, abril, 1977.
- L. Leiderman y C. Reinhart (1993). “The Capital Inflow Problem: Concepts and Issues”. En proceso, junio.
- Cárdenas, M. (1993). “Flujos de capitales y mecanismos de estabilización en Colombia”. En Garay, J. y M. Cárdenas (comp.), *Macroeconomía de los flujos de capital en Colombia y América Latina*. Bogotá, Fedesarrollo, Tercer Mundo y Fescol.
- y F. Barrera (1993), “Efectos macroeconómicos de los capitales extranjeros: El caso colombiano”. *Documento de Trabajo* N° 147, BID, Washington, D. C.
- Carrasquilla (1993). “Acumulación de reservas y política macroeconómica: Colombia: 1990-1992”. En Garay, J. y M. Cárdenas (comp.), *Macroeconomía de los flujos de capital en Colombia y América Latina*. Bogotá, Fedesarrollo, Tercer Mundo y Fescol.
- Cheng, H. (comp.) (1986). *Financial Policy and Reform in Pacific Basin Countries*. Lexington, Massachusetts: Lexington Books.
- Cho, Y. y D. Khatkhate (1989), “Lessons of Financial Liberalization in Asia. A Comparative Study”. World Bank Discussion Papers, 50, Banco Mundial, Washington D. C.
- Collins, S. y Won-Am Park (1989). “External Debt and Macroeconomic Performance in South Korea”. J. S. Sachs y S. M. Collins (comp.), *Developing Country Debt and Economic Performance*, Volumen N° 3. Chicago y Londres, University of Chicago Press para el NBER.
- Corbo, V. (1993). “Economic Reforms in Chile: An Overview”. Ponencia presentada en la Eastern Economic Association Meeting, Washington, D. C. marzo.
- y S. Fischer (1993). “Lessons from the Chilean Stabilization and Recovery”. En B. Bosworth, R. Dornbusch y R. Laban (comp.), *The Chilean Economy Policy Lessons and Challenges*. Washington, D. C.: Brookings.
- y Sang-Woo Nam (1992), “Recent Evolution of the Macroeconomy: Korea”. En V. Corbo y Sang-Mok Suh (comp.), *Structural Adjustment in a Newly Industrialized Country. The Korean Experience*. Baltimore y Londres: Johns Hopkins University Press.
- Corden, W. M. (1984). “Booming Sector and Dutch Disease Economics: Survey and Consolidation”. *Oxford Economic Papers*, 36, noviembre.
- (1990). “Macroeconomic Policy and Growth: Some Lessons of Experience”. *Proceedings of the Annual Conference on Development Economics*. Banco Mundial.

- _____. y J. P. Neary (1982). "Booming Sector and De-Industrialization in a Small Open Economy". *Economic Journal*, 92, diciembre.
- Dornbush, R. (1976). "Expectations and Exchange Rate Dynamics". *Journal of Political Economy*, 84, pp. 1161-1176.
- Easterly, W. y K. Schmidt-Hebbel (1993). "Fiscal Accounts and Macroeconomic Performance". *World Bank Policy Research Bulletin*, Volumen 4, Número 3, mayo-julio.
- Edison, H. (1993). "The Effectiveness of Central Bank Intervention: A Survey of the Literature after 1982". *Special Papers in International Economics*, 18 (junio).
- Fondo Monetario Internacional. *International Financial Statistics*, varias ediciones.
- _____. *Balance of Payments Statistics*, varias ediciones.
- _____. (1992). "Private Market Financing for Developing Countries". World Economic and Financial Surveys, FMI, Washington D. C., diciembre.
- Frankel, J. A. (1993). "Sterilization or Money Inflows: Difficult (Calvo) or Easy (Reisen)". En proceso, julio.
- Goldstein, M., D. Folkerts-Landau, P. Garber, L. Rojas-Suárez y M. Spencer (1993). "International Capital Markets. Part I: Exchange Rate Management and International Capital Flows". *World Economic and Financial Surveys*. FMI, Washington D. C. abril.
- Goldstein, M., D. Folkerts-Landau, M. El-Erian, S. Fries y L. Rojas-Suárez (1992). "International Capital Markets, Developments, Prospects, and Policy Issues". *World Economic and Financial Surveys*, FMI, Washington D. C. septiembre.
- Goopu, S. (1993). "Portfolio Investment Flows to Emerging Markets". WPS 1117, Banco Mundial, marzo.
- Husain, I y K. W. jun. (1992). "Capital Flows to South Asean and ASEAN Countries". WPS 842, Banco Mundial, enero.
- Labán, R. y F. Larraín (1993). "Can a Liberalization of the Capital Outflows Increase Net Capital Inflows?". *Documento de Trabajo*, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Mathieson, D. J. y L. Rojas-Suárez (1993). "Liberalization of the Capital Account. Experiences and Issues". Occasional Paper 103, Washington D. C.
- Mundell, R. A. (1968). *International Economics*. Nueva York: Macmillan Publishing Company.
- Ocampo, J. A. (1992). "La internacionalización de la economía colombiana". Cladei-Cid, en proceso, Fedesarrollo.
- Thomas, V. et al. (1990). "Lessons on Trade Policy Reforms". Policy and Research Series, 10, Banco Mundial, Washington D. C.
- Tseng, W. y R. Corker (1991). "Financial Liberalization, Money Demand, and Monetary Policy in Asian Countries". Artículo suelto, 84, FMI Washington D. C., julio.
- Yan, L. (1993). "The Institutional Perspective of Financial Market Reform: The Malaysian Experience". Capítulo 15 en Shakil Faruqi (comp.), *Financial Sector Reforms in Asian and Latin American Countries. Lesson of Comparative Experience*. Washington D. C.: EDI Seminar Series, EDI Banco Mundial. □