

APERTURA FINANCIERA: EFECTOS MACROECONÓMICOS Y RESTRICCIONES

Francisco Rosende

La discusión de los posibles efectos macroeconómicos de la apertura de la cuenta de capitales ha ocupado un lugar destacado durante los últimos años en Chile, al igual que en otras economías de la región. La significativa afluencia de capitales observada por la mayoría de las economías latinoamericanas en los primeros años de la década de los 90, junto con la puesta en marcha de un vasto conjunto de reformas estructurales dirigidas a elevar la eficiencia global, ha motivado un intenso debate entre los especialistas sobre la conveniencia de dar pasos significativos hacia una mayor apertura financiera. En el caso específico de las economías del "Cono Sur", este debate se ha visto fuertemente influenciado por la crisis de la deuda externa de comienzos de la década pasada.

El objetivo del presente estudio es examinar, en términos conceptuales, los diferentes puntos de vista respecto de los efectos macroeconómicos de la apertura financiera. En particular, se enfatizan los posibles efectos de una política de esta naturaleza sobre la estabilidad macroeconómica. En el análisis se considera la perspectiva de una economía pequeña y abierta, como la chilena.

FRANCISCO ROSENDE. Investigador Centro de Estudios Públicos e Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.

1. Introducción

El desarrollo de un mercado financiero profundo y eficiente ha sido considerado históricamente un objetivo prioritario de la política económica de cualquier economía. Ello por cuanto permitiría canalizar el ahorro doméstico a sus usos más eficientes. Un segundo principio de amplia aceptación en economía se refiere a la conveniencia de promover una asignación más eficiente de recursos a través de la apertura al comercio internacional. Esta recomendación es especialmente relevante en el caso de las economías pequeñas.

No obstante que la apertura financiera al exterior es la prolongación natural de las dos políticas mencionadas, ésta no ha logrado concitar un grado de aceptación igualmente importante que las anteriores. En el caso de numerosas economías en desarrollo, como la chilena, la discusión de este tema se ha visto fuertemente influenciada por episodios tales como la "Gran Depresión" de los años 30, y más recientemente por "la crisis de la deuda externa" de comienzos de los 80. Ambos episodios han obstaculizado la realización de un análisis riguroso y sereno de los diferentes aspectos que involucra este tema.

El objetivo del presente estudio es revisar la discusión relativa a los efectos macroeconómicos de la apertura financiera. El análisis que sigue es esencialmente conceptual, por cuanto este aparece como requisito para la evaluación del éxito o fracaso de determinadas experiencias de apertura financiera. En la sección 2 se presenta una descripción general del entorno en que ha tenido lugar dicha discusión en el caso chileno. En la sección 3 se exponen los beneficios que tendría dicha estrategia, tanto sobre el consumo de la comunidad, como con respecto a sus repercusiones sobre el diseño de política económica. En la sección 4 se presentan los fundamentos expuestos para justificar la imposición de restricciones sobre la actividad financiera en general, y la apertura de la cuenta de capitales en particular. Finalmente en la sección 5 se examinan algunos aspectos relativos a la transición hacia un escenario de amplia apertura financiera.

2. Antecedentes previos

Una de las características más sobresalientes de la economía chilena en el período posterior a la "Gran Crisis" de los años 30 ha sido la mantención de numerosas restricciones al movimiento financiero internacional, como también sobre la tenencia y transacción de activos externos por parte del sector

privado. Una justificación de esta política, usualmente esgrimida por sus propulsores, ha sido el supuesto carácter inestable de la oferta y demanda de divisas, característica que se encontraría directamente relacionada con factores estructurales del comercio exterior chileno, como la fuerte incidencia que tienen en éste un grupo reducido de productos. Dado que estas oscilaciones, predominantemente determinadas por alteraciones en los términos de intercambio,¹ tienen una incidencia directa sobre la posición de balanza de pagos del país, las autoridades han mantenido importantes restricciones sobre la adquisición de divisas por parte del público, al igual que sobre la salida de capitales. De este modo se ha procurado evitar que frente a la aparición de escenarios externos adversos se produzca un “ataque especulativo” contra la moneda doméstica.²

La “crisis de la deuda externa”, de comienzos de la década pasada, dio nuevos argumentos al uso de las restricciones cambiarias y financieras como herramienta de política, en la medida en que tras este episodio fue habitual encontrar planteamientos que adjudicaban una relación causal entre la apertura financiera iniciada por países como Argentina, Chile y Uruguay en el período previo a la crisis, y la posterior irrupción de ésta. Ello no obstante que dichos planteamientos desconocen una serie de otros aspectos intervinientes en la crisis, lo que haría necesario realizar un análisis teórico y empírico más riguroso, de modo de fundamentar dicha hipótesis.³

La recuperación experimentada por la economía chilena tras la mencionada crisis ha sido destacada por su vigor, como también por el carácter esencialmente “ortodoxo” de las políticas que la impulsaron, lo que marcó un cuadro diferente al de la mayoría de las economías latinoamericanas en el período post-crisis, y también con respecto a los que ha sido la respuesta

¹ Una descripción de los ciclos experimentados por la economía chilena desde 1928 hasta 1982 se encuentra en De la Cuadra y Cortés (1983).

² Como se discute más adelante, la percepción de que los movimientos especulativos del sector privado jugarían un rol desestabilizador ha sido históricamente utilizada para justificar la introducción de restricciones sobre las transacciones financieras.

³ En particular, los estudios que subrayan la responsabilidad de la apertura de la cuenta de capitales en la crisis suelen desconocer la importancia de los incentivos existentes en la regulación financiera sobre el masivo influjo de capitales que tuvo lugar en el período previo a la crisis. Específicamente, la existencia de un seguro de depósitos débilmente defendido parece haber originado un fenómeno de *moral hazard*, el que se tradujo en un fuerte ingreso de capitales. Esta interpretación se desarrolla en Rosende y Vergara (1986) con relación al caso chileno, y en Fernández, con relación al caso argentino.

habitual de la economía chilena a los cambios adversos en el escenario externo relevante.⁴

Así, la mantención de un cuadro de disciplina fiscal y monetaria, junto con la implementación de políticas conducentes a perfeccionar el modelo de economía de mercado, llevaron a un creciente interés de los inversionistas extranjeros por comprometer recursos en la economía chilena. En una primera etapa fue importante el establecimiento de un programa de conversión de deuda externa como estrategia de fortalecimiento en la situación patrimonial de la economía y estímulo a la inversión. Más tarde, la consolidación del programa de ajuste estructural promovió el desarrollo de importantes proyectos de inversión.⁵

Los positivos resultados alcanzados por la economía chilena en la segunda mitad de la década pasada dieron origen a un proceso de "apertura endógeno" de la cuenta de capitales, el que se manifestó en el progresivo aumento de la elasticidad de la curva de oferta de fondos externos, al mejorar la percepción del país como "sujeto de crédito" para la comunidad financiera internacional.⁶

La mantención de los lineamientos básicos de la política económica tras el cambio de gobierno de 1990, junto con la aplicación de una política monetaria expansiva en los Estados Unidos, han motivado un fuerte influjo de capitales hacia la economía chilena en los últimos años (Véase Cuadro N° 1). Esta situación ha dado origen a un cierto grado de dificultades en el manejo de la demanda interna por parte de las autoridades, las que han motivado el establecimiento de barreras al ingreso de capitales, junto con la mantención de numerosas restricciones cambiarias. Paralelamente se han dado tímidos pasos conducentes a facilitar la salida de capitales. Las autoridades han justificado la mantención de las restricciones cambiarias y financieras prevalecientes argumentando la existencia de una importante inestabilidad en las condiciones imperantes en el mercado cambiario, las que se derivarían de "la volatilidad de los precios de nuestros principales productos de exportación, de las cambiantes

⁴ Tanto de la evidencia encontrada por De la Cuadra y Cortés (1983), como del análisis estadístico que de ésta realizan Rosende y Guier (1993), se puede derivar, como un rasgo característico en los ciclos de actividad experimentados por la economía chilena, la estrategia de dilatar los ajustes necesarios para mantener el gasto agregado a un nivel compatible con el equilibrio macroeconómico, por parte de las autoridades económicas. En Rosende y Guier, *op. cit.*, se concluye que esta conducta ha llevado a un comportamiento anticíclico de la inflación en Chile.

⁵ Con respecto al proceso de ajuste estructural de la economía chilena, véase Büchi (1993).

⁶ Una forma de dimensionar este proceso es observando la evolución del precio de los títulos de deuda externa chilena en el mercado secundario, el que creció sostenidamente en la segunda mitad de los ochenta.

condiciones de acceso a los mercados internacionales y de la significativa inestabilidad de las tasas de interés a las que está afecto nuestro endeudamiento externo".⁷ También se ha señalado por parte de las autoridades que "la inserción internacional aún no está suficientemente madura como para garantizar su estabilidad en el tiempo", y en virtud de ello "las potenciales fluctuaciones en la oferta y demanda del mercado de divisas pueden desestabilizar, en ausencia de adecuadas regulaciones, el valor de la paridad cambiaria".⁸

CUADRO N° 1 BALANZA DE PAGOS
(millones de dólares)

	1990	1991	1992	1993
Cuenta corriente	-597,2	142,6	-743,0	-2.092,0
B. comercial	1.273,1	1.575,9	749,2	-978,6
Export. FOB	8.309,9	8.929,4	9.986,1	9.202,2
Cobre	3.795,0	3.617,4	3.886,0	3.247,8
Resto	4.514,9	5.312,0	6.100,1	5.954,4
Import. FOB	-7.036,8	-7.353,5	-9.236,9	-10.180,8
Ss. no financ.	-258,4	36,0	-63,5	5,4
Ss. financ.	-1.811,0	-1.809,1	-1.859,9	-1.503,4
Transferencias	199,1	339,8	431,2	384,6
Cuenta de capital	3.068,5	813,3	2.882,8	2.763,0
Inv. extranjera	941,4	449,7	604,6	1.152,8
a) Del exterior	948,9	547,4	1.030,7	1.674,0
b) Al exterior	-7,5	-97,7	-426,1	-521,2
Otro capital	2.127,1	363,6	2.218,5	1.610,6
a) Med. y largo plazo	692,0	-83,1	290,1	519,2
Amortiz. ¹	-1.571,1	-1.668,4	-1.450,9	-1.738,4
Desem.	2.263,1	1.585,3	1.741,0	2.285,3
— Org. ofic. y mult.	651,8	508,4	656,1	290,0
— Otros	1.611,3	1.076,9	1.084,9	1.995,3
b) Corto plazo	1.435,1	446,7	1.928,4	1.901,4
BC y S. Público N.F.	-95,9	-608,5	60,3	142,1
Otros	1.339,2	1.055,2	1.868,1	1.759,3
Errores/omisiones	-102,9	281,7	258,5	-93,8
Saldo B. de Pagos	2.368,4	1.237,6	2.498,4	739,6

¹ Incluye la amortización vía Conversión de Deuda.

Fuente: Banco Central.

⁷ Comunicado de Prensa del Banco Central, 19 de abril de 1994.

⁸ Comunicado de Prensa del Banco Central, 19 de abril de 1994.

A pesar de la indudable importancia que tiene el análisis coyuntural en el diseño de política económica, el estudio de los costos y beneficios de la apertura financiera debe realizarse en una perspectiva más amplia. Ello por cuanto este tipo de reformas se inserta dentro de lo que podría denominarse como "políticas de tipo estructurales", por las repercusiones que tiene sobre la eficiencia del proceso de asignación de recursos y la estabilidad macroeconómica.⁹ Por este motivo en la sección siguiente se examinan los argumentos a favor y en contra de la apertura financiera, para derivar de esta discusión lecciones para el caso chileno.

3. Las razones de la apertura financiera

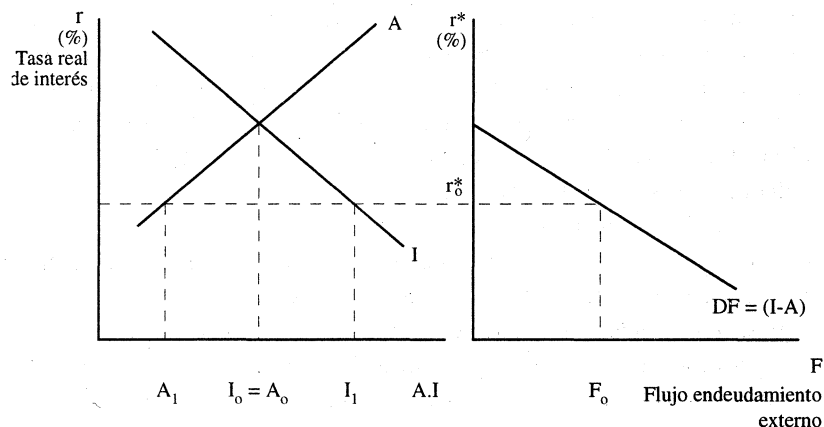
Efectos sobre el plan de consumo

El análisis tradicional de los efectos sobre el bienestar de la apertura de la cuenta de capitales parte considerando el caso de una economía en la que la tasa de interés interna es superior a la internacional, como se describe en la Figura 1. El equilibrio interno de autarquía financiera se encuentra determinado por la intersección de las curvas de ahorro e inversión en la parte A de la figura. En la parte B se describe la demanda neta por financiamiento externo, la que equivale a la curva de exceso de demanda por inversión ($I-A$), la que enfrentada a la tasa de interés internacional r^*_0 —que se supone exógena— determina un flujo de endeudamiento externo igual a F_0 en un escenario en el que no existen restricciones para acceder a estos recursos. Luego, la apertura de la cuenta de capitales origina un aumento de la inversión, desde I_0 a I_1 en la Figura N° 1, una baja del ahorro nacional con respecto al caso de autarquía desde A_0 a A_1 , y un incremento en la tasa de crecimiento gracias al aumento de la inversión. Al menos temporalmente.¹⁰

⁹ En King y Levine (1993) se desarrolla la relación existente entre el desarrollo financiero, la eficiencia del sistema productivo y el crecimiento económico.

¹⁰ De acuerdo a este sencillo esquema analítico, la mayor tasa de inversión reduce la productividad marginal del capital, lo que tiende a estabilizar la tasa de crecimiento del producto una vez que el proceso de ajuste ha sido completado. Paralelamente, ello implica que la contribución del financiamiento externo al financiamiento de la inversión sería decreciente en el tiempo, dado el supuesto de funciones de producción con rendimientos constantes a la escala.

GRÁFICO N° 1



Este sencillo marco de análisis para el estudio de los movimientos financieros internacionales ha sido objeto de un intenso debate, tras la publicación del estudio realizado por Feldstein y Horioka (1980), en el que se encuentra una estrecha relación entre los movimientos de la tasa de inversión y la tasa de ahorro doméstico en un grupo seleccionado de economías. Para evaluar el grado de movilidad internacional del capital, ellos realizan la siguiente regresión:

$$(1) (I/PIB) = a + b (S/PIB) + u$$

donde: I = Inversión doméstica
 S = Ahorro interno
 PIB = Producto Interno Bruto
 u = término aleatorio.

A juicio de Feldstein y Horioka, esta evidencia demostraría que los capitales se mueven entre las diferentes economías de un modo imperfecto, sin que estos movimientos se relacionen con diferencias en las tasas de ahorro o en la intensidad relativa de uso del capital. Estudios realizados en respuesta al trabajo mencionado han destacado la presencia de errores de medición en las variables,¹¹ junto con la presencia de sesgos derivados de la agregación de

¹¹ En particular se menciona el problema que origina la estimación de una ecuación como la expresada en (1), considerando que en la metodología de cuentas nacionales suele obtenerse el ahorro como una variable residual, luego de calculado el dato de la inversión y el del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Esto hace posible que la tasa de ahorro no sea independiente del término aleatorio " u ", lo que produciría un sesgo en los parámetros estimados.

economías grandes y pequeñas en la muestra, las que inciden de un modo diferente sobre las tasas de interés internacionales, teniendo en consecuencia procesos de ajuste distintos.¹² Estudios posteriores han encontrado evidencia de una importante, aunque imperfecta, movilidad del capital, siendo la participación del ahorro externo en el financiamiento de la inversión decreciente con el nivel de desarrollo de las economías, lo que es coherente con el sencillo enfoque expuesto en la Figura N° 1.

Análisis más sofisticados, los que se derivan fundamentalmente de desarrollos recientes en el ámbito de la teoría del crecimiento, han complementado este enfoque al establecer una relación entre el tipo de capitales que ingresa a la economía y el grado de eficiencia y estabilidad existente en ésta. Así, en economías eficientes se verificará un alto interés por comprometer recursos por parte de los inversionistas extranjeros, todo lo cual retroalimentará el proceso de crecimiento.¹³

Otra razón¹⁴ usualmente expuesta para justificar la apertura financiera al exterior deriva de la teoría del ingreso permanente.¹⁵ De acuerdo con ésta, los residentes de una cierta economía diseñarán un programa de consumo de acuerdo con lo que estiman como su ingreso de largo plazo, más que en función de su ingreso corriente. Luego, en los ciclos adversos, el ingreso de largo plazo ("permanente" en la terminología de Friedman) será superior al ingreso corriente, lo que se traducirá en una caída en los ahorros (o aumento de la deuda neta) del agente representativo. En la medida en que la proyección del ingreso de largo plazo sea revisada en forma continua y eficiente, los ingresos transitorios que originan los ciclos económicos se cancelarán entre sí.

El uso de cambios en el *stock* de activos con que cuenta un individuo como mecanismo para estabilizar el consumo en los ciclos sólo estará disponible para el agregado de la comunidad en la medida en que la opción de comprar y vender títulos internacionalmente transables se encuentre disponi-

¹² En particular, se plantea que en el caso de las economías pequeñas sería más razonable suponer que el ahorro externo ajusta la diferencia entre la inversión y el ahorro nacional. Sin embargo, en el caso de las economías grandes estos desequilibrios se manifestarían de un modo no despreciable en cambios en la tasa de interés internacional. Una síntesis de esta discusión se encuentra en Hanson (1992).

¹³ Al respecto, véase Lucas (1990).

¹⁴ Esta interpretación de los movimientos financieros internacionales no es incompatible con la anterior, tan sólo se enfatizan aspectos diferentes dentro del proceso de ahorro-inversión. En el caso anteriormente expuesto se destacan las diferencias en la rentabilidad del capital entre países como causa de tales flujos, mientras que en esta segunda explicación se enfatizan los movimientos cíclicos del ahorro.

¹⁵ Una aplicación de esta teoría al análisis de los flujos netos de capitales que enfrenta una economía se encuentra en Sachs (1981).

ble. De otro modo el consumo agregado no podrá sustentarse en estimaciones del ingreso de largo plazo, sino que tendrá que fluctuar con el ciclo. Una opción intermedia consiste en que el Banco Central acumule reservas internacionales en los ciclos expansivos, haciendo uso de las mismas en la fase depresiva. Sin embargo, esta solución supone que el instituto emisor es capaz de representar de un modo adecuado y eficiente las preferencias de la comunidad en materia de adquisición de seguros que estabilicen el crecimiento del consumo.

A pesar que desde una perspectiva teórica es posible configurar un caso en el que el intercambio financiero con el exterior es eficazmente sustituido por la política de reservas internacionales del Banco Central, en la práctica es difícil que tal cosa ocurra. Ello por cuanto la eficiencia de la política mencionada exige, de parte del instituto emisor, reproducir en la estrategia de manejo de su portafolio las preferencias de la comunidad. Por otro lado, se requiere que el costo de mantención y administración de este seguro sea similar al que podrían acceder los privados en forma descentralizada. Finalmente, es necesario eliminar los incentivos perversos que pudiera tener la autoridad económica en el manejo de la demanda agregada, los que podrían llevar a un manejo ineficiente de sus reservas internacionales. Estos "elementos perversos" se vinculan básicamente con factores de tipo político, los que se manifiestan en una función objetivo de las autoridades que otorga gran importancia al nivel de consumo presente de la comunidad, y menos al consumo futuro.¹⁶

Siguiendo la línea de argumentación anterior, la existencia de un cuadro de apertura financiera, expresada en la libertad para comprar y vender títulos en el exterior, serviría como una herramienta para diversificar el ingreso nacional, favoreciendo la estabilización del crecimiento del consumo. En efecto, en el caso de una economía pequeña y abierta como la chilena, cuya dotación de recursos origina una estructura de producción y exportaciones fuertemente concentrada, en este caso en materias primas, y muy especialmente productos mineros, el intercambio de títulos contra la producción doméstica por títulos contra la producción de economías cuyo patrón cíclico es opuesto a la nuestra, permitiría desvincular fuertemente la trayectoria del consumo de las fluctuaciones que observen los términos de intercambio.¹⁷ Esta opción es

¹⁶ La búsqueda de motivaciones políticas en la gestión de las autoridades ha cobrado notoriedad entre los economistas luego del desarrollo de la teoría de las decisiones públicas. Una aplicación reciente al ámbito del control de los movimientos de capitales se encuentra en Alesina, Grilli y Milesa-Ferreti (1993).

¹⁷ Estudios empíricos realizados con el propósito de establecer el grado de diversificación del portafolio de los inversionistas institucionales en las principales economías industrializadas han encontrado un cierto grado de preferencia de estos por

especialmente interesante en el caso de economías expuestas a frecuentes e importantes *shocks* de términos de intercambio, los que en ausencia de una adecuada diversificación del ahorro doméstico se manifestarán en cambios apreciables en la demanda neta por financiamiento externo del país, que en un escenario de información incompleta puede originar un costo financiero no despreciable para la economía.¹⁸

A pesar de los esfuerzos desplegados por las autoridades económicas durante los últimos veinte años en orden a diversificar las exportaciones, la economía chilena continúa concentrando una fracción sustantiva de sus ventas al exterior en la exportación de materias primas, lo que mantiene una fuerte exposición de la misma a las fluctuaciones que observe el precio internacional de éstas. Luego, desde esta perspectiva la apertura financiera representa un excelente opción para diversificar el riesgo.

CUADRO N° 2 EXPORTACIONES CHILENAS DE BIENES
(millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992	1993
Mineras (cobre)	4.819,0 (4.021,4)	4.590,1 (3.795,0)	4.393,0 (3.617,3)	4.723,5 (3.886,0)	3.976,0 (3.247,8)
Agropecuarias y del mar (fruta fresca)	785,7 (543,5)	978,6 (703,8)	1.220,8 (948,6)	1.229,7 (940,8)	1.170,1 (844,3)
Industriales (harina de pescado) (celulosa)	2.475,3 (507,8) (321,1)	2.741,2 (379,6) (314,9)	3.315,6 (464,6) (305,4)	4.032,9 (538,4) (527,3)	4.056,1 (363,7) (443,2)
Total FOB	8.080,0	8.309,9	8.929,4	9.986,1	9.202,2

Fuente: Banco Central.

títulos domésticos (*home bias*). Sin embargo, el número de instrumentos "transables" internacionalmente habría observado un crecimiento continuo como resultado de los progresos técnicos ocurridos en el mercado financiero y la industria de la información. De lo anterior se desprende que incluso para las economías industrializadas existirían oportunidades de diversificación no aprovechadas aún. Al respecto, véanse Davis (1994) y Williamson y Reisen (1993).

¹⁸ Este costo aparecerá en la medida en que por razones de asimetría de información, o externalidades derivadas de la situación por la que atraviesan las economías vecinas en el mismo ciclo (fenómeno que se conoce como "efecto barrio"), la curva de oferta de fondos que enfrenta el país se torne más inelástica en los ciclos adversos.

La contribución de la apertura financiera a la estabilidad macroeconómica

Adicionalmente a los argumentos expuestos, es necesario añadir que la apertura de la cuenta de capitales promueve un cuadro de disciplina financiera, en tanto la existencia de un fluido movimiento de los flujos financieros internacionales penaliza fuertemente las inconsistencias y errores en el manejo de política económica, como lo demuestra la experiencia de numerosos países, incluyendo la experiencia reciente de diversas economías industrializadas.

Estudios recientes han confirmado el planteamiento anterior, al comprobar que existe una estrecha correlación entre el tamaño y extensión de los controles cambiarios con las necesidades de recolectar recursos a través del impuesto inflación por parte de los gobiernos.¹⁹

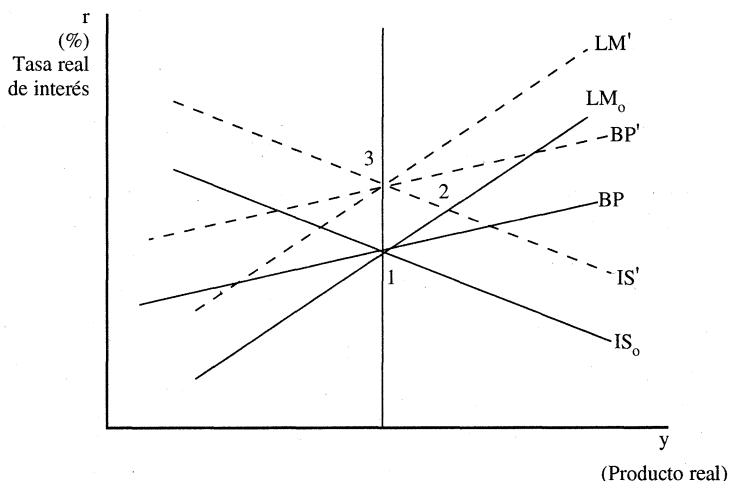
Otro aspecto a través del cual la apertura financiera plantea mayores exigencias sobre el diseño de política económica es forzando una coordinación más estrecha entre la política fiscal y la monetaria. Para ilustrar este punto imaginemos una situación en la que el Banco Central se encuentra implementando una política monetaria restrictiva con el propósito de contener la inflación, sin que la política fiscal coopere al logro de dicho objetivo. Se supone la existencia de un tipo de cambio fijado, o de una flotación imperfecta, debido a la intervención que realiza el Banco Central en el mercado cambiario. En este escenario se producirá una presión al alza en la tasa de interés doméstica, mecanismo a través del cual se contiene el crecimiento del gasto privado. Sin embargo, la existencia de una tasa de interés doméstica superior a la existente en el resto del mundo sólo podrá ser sostenida mediante el establecimiento de restricciones al ingreso de capitales, y/o mediante un masivo programa de "esterilización", el que finalmente comprometerá la posición patrimonial del Banco Central, y con ello el equilibrio macro. Esto como consecuencia de las obligaciones financieras que contrae el instituto emisor en su esfuerzo por atenuar el impacto monetario del ingreso de capitales. Estas obligaciones deben ser emitidas a la tasa de interés doméstica, la que es superior a la externa, que corresponde al rendimiento de las reservas internacionales. Sin embargo, en la medida en que las autoridades económicas tienen disponible la herramienta de los controles cambiarios, las necesidades de lograr la coordinación entre ambas políticas, monetaria y fiscal, se reducen, al menos temporalmente. Esta idea se describe a través del instrumental IS-LM-BP en la Figura N° 2.

¹⁹ Al respecto, véase Alesina, Grilli y Milesi-Ferreti, *op. cit.*

Supongamos que la economía se encontraba inicialmente en una situación caracterizada por el punto 1 en la Figura N° 2. A partir de ésta, se verifica un aumento del gasto público, el que desplaza la curva IS a IS', y con ello el equilibrio al punto 2. Sin embargo, dado que dicho punto es incompatible con el equilibrio interno, en tanto promueve la aparición de presiones inflacionarias, el instituto emisor se encuentra en la necesidad de llevar a cabo una política de ajuste monetario, la que produce un nuevo equilibrio en 3 —como resultado de la aplicación de una política monetaria contractiva, lo que se manifiesta en el desplazamiento de la LM a LM'— pero con una tasa de interés doméstica superior a la internacional, lo que en un esquema de tipo de cambio fijado torna insostenible la política monetaria mencionada, haciendo necesaria la materialización de un ajuste fiscal. La combinación de una política monetaria contractiva y fiscal expansiva sólo puede sostenerse (punto 3 del gráfico) si la curva BP es desplazada a BP', a través de la imposición de barreras al ingreso de capitales.

En la medida en que la opción de hacer uso de los controles cambiarios sólo se encuentre disponible por un período breve, se fuerza la coordinación entre ambas herramientas de la política económica, lo que llevará a un mayor aporte fiscal en la administración de la demanda agregada.²⁰

GRÁFICO N° 2



²⁰ Ello a menos que se opte por un esquema de flotación cambiaria, sin compromisos de intervención por parte del Banco Central.

En el caso específico de la economía chilena de los 90 la situación macroeconómica es esencialmente análoga a la expuesta, aun cuando el efecto de un aumento del gasto fiscal sobre el equilibrio interno se vio amplificado por la sustancial reducción experimentada por las tasas de interés en dólares durante el período mencionado, lo que en términos del Gráfico N° 2 se manifiesta por un movimiento descendente de la curva BP, junto con uno ascendente de la curva IS. Como consecuencia de este escenario, el Banco Central ha emitido un volumen significativo de deuda interna con el propósito de neutralizar el efecto monetario del ingreso de capitales, al mismo que se han adoptado diversas medidas conducentes a desalentar el ingreso de capitales,²¹ destacando la imposición de un encaje sobre los créditos externos.²² En el intertanto el gasto público ha crecido fuertemente como se indica en el Cuadro N° 3.

CUADRO N° 3 INDICADORES MACROECONÓMICOS: CHILE 1990-1993

	1990	1991	1992	1993
Crecimiento PIB (%)	3,0	6,1	10,3	6,0
Tipo de cambio real ¹	3,8	-5,6	-8,3	-0,8
Gasto fiscal total ²	-1,7	10,6	8,7	7,1
sin intereses	-2,7	9,7	12,8	8,0
Ahorro gobierno/PIB (%)	4,9	4,4	5,4	4,8
Entrada neta capitales/PIB (%)	10,0	3,6	7,9	6,1
Saldo balanza de pagos/PIB (%)	7,8	3,6	6,1	1,3

¹ variación promedio anual.

² variación real. Fuente Instituto Libertad y Desarrollo.

Fuente: elaborado a base de información del Banco Central.

²¹ Una descripción de la política económica de corto plazo seguida en el período se encuentra en Rosende (1993).

²² A diferencia de la interpretación del uso de los controles cambiarios como herramienta de política propuesto por Alesina, Grilli y Milesa-Ferreti (1993), en el caso chileno de los 90 el uso de los controles cambiarios no tiene como justificación el logro de recursos por concepto de impuesto inflación, dada la poca significación de éste al financiamiento del instituto emisor, equivaliendo a menos de un 1% del PIB.

De acuerdo a la revisión de la evidencia que realizan Schadler y Carcovic (1993) y Corbo y Hernández (1993), en aquellas economías en las que el sector público realizó una mayor contribución al proceso de ajuste del gasto interno de manera de acomodar el impacto del ingreso de capitales sobre la demanda agregada, se observó una mayor estabilidad en el tipo de cambio real y en la tasa de inflación.

4. La opción de los controles cambiarios

A pesar que el uso de controles sobre los movimientos de capitales con el propósito de conservar un cierto grado de autonomía en el manejo de la política monetaria tiene una larga historia en la profesión, actualmente pareciera existir un cierto consenso en cuanto a que la efectividad de estos controles es limitada al corto plazo.²³ Ello a menos que la extensión y profundidad de estas restricciones sean lo suficientemente importantes como para llevar a una sustitución del rol del mercado en el proceso de intermediación financiera por el gobierno.²⁴

Uno de los argumentos más comunes para justificar la introducción de restricciones a los movimientos de capitales ha sido el postular un carácter inestable y procíclico de éstos. Desde este punto de vista, las economías pequeñas verían amplificadas las fluctuaciones en sus niveles de producto y empleo ante alteraciones de sus términos de intercambio y/o tasas de interés externas, por la existencia de un patrón cíclico en los movimientos financieros internacionales. Así, un deterioro en el precio internacional de las exportaciones llevaría a que los "especuladores" apuesten a favor de un alza en el tipo de cambio real, lo que podría dar origen a una "profecía autocumplida", dependiendo de la magnitud de esta corrida y de las reservas internacionales de que dispone el Banco Central.

Por otro lado, el carácter inestable de los movimientos financieros se manifestaría en una rápida reacción de éstos frente a información incompleta o irrelevante. Esto significa que estos especuladores desestabilizadores no esperarían a que la estrategia de política frente a las modificaciones en el escenario externo estuviera definida, o que los resultados de la misma mostraran sus

²³ Al respecto, véanse, por ejemplo, Calvo, Leiderman y Reinhart (1994), Schadler y Carcovic (1993) y The World Bank (1993).

²⁴ De hecho es razonable esperar que el impacto de estas regulaciones se concentre principalmente en cierto tipo de operaciones e intermediarios, en particular en los bancos.

efectos, sino que intentarían maximizar sus beneficios mediante la realización de una “apuesta” en contra de ésta. El carácter de “apuesta” o de “irracionalidad” de esta conducta respondería al hecho de que los especuladores no actuarían en respuesta a una evaluación de las variables teóricamente relevantes (los “fundamentos”) para determinar la trayectoria del tipo de cambio y/o las tasas de interés, sino que resolverían sus acciones sobre la base de información incompleta o irrelevante.

Naturalmente, en la medida en que se compruebe como cierta la hipótesis de que los mercados cambiarios se encuentran dominados por “especuladores desestabilizadores”, resultaría difícil defender la aplicación de una política de apertura financiera, e incluso la liberalización del mercado financiero doméstico. Además, esta acción desestabilizadora del mercado dificultaría el acceso de una economía pequeña al crédito externo para hacer frente a alteraciones transitorias en los términos de intercambio. En estas condiciones, el establecimiento de restricciones que limiten el movimiento de los flujos de corto plazo aparecería como plenamente justificado.

La publicación de estudios que postulan que los movimientos de los tipos de cambio entre las principales monedas se explicaría en buena medida por algún grado de irracionalidad de los especuladores, más que por una evaluación racional de sus determinantes teóricos,²⁵ ha dado origen a un renovado interés por parte de importantes sectores de la profesión, por el estudio de los controles cambiarios.

Una de las interpretaciones más populares de la aparente irracionalidad de los mercados financieros en general y cambiarios en particular tiene su origen en la “Teoría General...,” de John M. Keynes. De acuerdo a Keynes, el mercado financiero estaría compuesto por dos tipos de individuos, uno profesional e informado, el que reaccionaría básicamente ante alteraciones en la información económica relevante; y otro compuesto por “apostadores”, quienes reaccionarían a estados de ánimo más que a un análisis económico cuidadoso de la información que reciben. Este primer grupo, que llamaremos los “fundamentalistas”, se asocia básicamente con la conducta de instituciones financieras “formales”. El segundo grupo está constituido por individuos cuyo interés es maximizar sus ganancias de corto plazo, en el límite día a día, y se caracterizarían por ser amantes del riesgo.²⁶ Estos individuos desarrollan su

²⁵ Una revisión actualizada de la literatura se encuentra en R. McDonald y M. P. Taylor (1991).

²⁶ La orientación al corto plazo de las actividades de los *chartists* hace razonable que la orientación de las mismas se encuentre determinada por rumores, sentimientos y un análisis poco riguroso de la información teóricamente relevante. Ello

estrategia financiera sobre la base de un análisis económico poco sofisticado, por lo que se les suele denominar como "*chartists*". Con la participación de ambos grupos en el mercado cambiario, la turbulencia podría explicarse por episodios en los que el cambio en ciertas variables macroeconómicas —domésticas o externas— es seguido por una actitud de espera y evaluación de los "fundamentalistas", al tiempo que los *chartists* intentan beneficiarse reaccionando rápidamente ante las primeras señales de cambio en la coyuntura económica, aun cuando la información disponible sea incompleta. Dado que la acción de este segundo grupo puede llevar a una pérdida de confianza y/o quiebre en la política económica, algunos economistas han recomendado establecer regulaciones sobre los movimientos financieros de corto plazo. La propuesta más popular al respecto es el establecimiento de un impuesto sobre las transacciones internacionales, el que se conoce como el "impuesto Tobin".²⁷

En la interpretación de los períodos de turbulencia por los que han atravesado los mercados financieros de diversas economías, tanto desarrolladas como en desarrollo, el economista Rudiger Dornbusch (1990)²⁸ ha propuesto la hipótesis de que los mercados financieros serían fuertemente influenciados por la audacia de los "*noisy traders*" o "*chartists*", lo que promovería la aparición de períodos de inestabilidad. En particular, Dornbusch sostiene que los gerentes del sector institucional (fundamentalista) no pueden ignorar las tendencias que pudiera producir el mercado en el corto plazo (efecto "manada"), las que se encontrarían fuertemente influidas por las acciones de los *chartists*. Todo lo cual explicaría el carácter inestable de los mercados financieros, el que se traduce en fluctuaciones excesivas de los tipos de cambio en ausencia de intervenciones oficiales.

No obstante el atractivo académico de la teoría propuesta, es cuestionable que se pueda explicar de un modo convincente el comportamiento del mercado financiero, y/o cambiario, con ésta. Por otro lado, de ser correcta esta interpretación, la estrategia óptima de política no sería imponer un impuesto a las transacciones ni a los movimientos de capitales de corto plazo, sino que a los *chartists*. Esto implica que la estrategia óptima para lograr un comportamiento más estable del mercado financiero sería aumentar la participación relativa de los "fundamentalistas" en el mismo, lo que atraviesa por la eliminación de

dado que en el corto plazo es difícil detectar con claridad los efectos de los cambios en las condiciones de mercado, políticas y anuncios de la autoridades, debido la existencia de un importante componente de "ruido" en la información, junto con la eventual existencia de costos de ajuste y otras rigideces.

²⁷ Véase Tobin (1978).

²⁸ Dornbusch (1990).

las regulaciones que estimulan la aparición de los *chartists*, en la forma de un componente informal dentro de este mercado. Por otro lado, parece difícil sustentar la validez empírica del supuesto de una estrategia del tipo “manada” [*herding*] por parte de los administradores de las “instituciones fundamentalistas”, por cuanto si la conducta de los competidores no se sustenta en razones económicas, existe espacio para ganancias extraordinarias.

A pesar de la repercusión alcanzada por algunos estudios empíricos en los que se explica el comportamiento de los mercados cambiarios de las principales economías industrializadas sobre la base de la existencia de “burbujas especulativas” generadas por los *chartists*, es interesante considerar que en otros se ha destacado la influencia de la falta de reglas disciplinarias sobre el diseño de política económica de las economías mencionadas como una causa importante de la inestabilidad de los mercados financieros.²⁹ También se ha destacado la importancia de la expectativa de que sean establecidos controles o impuestos sobre el capital, como una fuente de inestabilidad en el comportamiento de éstos, siendo especialmente importante este efecto en el caso de las economías en desarrollo.³⁰

Como se indicó anteriormente, en lo que se refiere al comportamiento desestabilizador de los *chartists*, parece razonable pensar que la influencia de éstos sobre el tipo de cambio y/o las reservas del Banco Central se reduce en la medida en que se profundiza la presencia de los “intermediarios formales” (bancos y demás instituciones financieras) en el mercado cambiario. Luego, la imposición de controles cambiarios resulta ser una estrategia ineficaz si el objetivo es conseguir una mayor estabilidad en el funcionamiento del mercado cambiario. Ello por cuanto lo usual es que dichas regulaciones recaigan básicamente sobre el sistema financiero formal, en la medida en que resulta más fácil la evasión de las mismas para los *chartists*, los que normalmente poseen una escasa organización formal y nivel de capital.

La evaluación empírica para los datos de Chile de la conducta de los movimientos de capital en el ciclo económico es difícil de realizar debido a la carencia de un período de apertura financiera suficientemente largo. Sin em-

²⁹ Por ejemplo, véanse Mussa (1987) y Genberg (1990).

Genberg plantea que una economía que adopta un esquema de flotación cambiaria, y en la que al mismo tiempo que el Banco Central sigue una regla monetaria estable y conocida, puede mantener un tipo de cambio real tan estable, o inestable, como el de una economía en la que se fija el tipo de cambio nominal. Desde este punto de vista, la mayor variabilidad de los tipos de cambio que se observaría desde mediados de los 70 se explicaría por la carencia de un control adecuado sobre la discrecionalidad de las autoridades monetarias.

³⁰ Hanson, *op. cit.* (1992).

bargo, de la evidencia de dos episodios recientes de apertura y crisis financiera, como son el período 1960-61, y el 1980-82, parece desprenderse un respaldo a la hipótesis de que los capitales reaccionan a hechos económicos relevantes más que a la acción de los especuladores. Así, mientras en el episodio de los 60 era evidente la inconsistencia entre la política cambiaria con la fiscal y monetaria, en el episodio de crisis cambiaria de los 80 los problemas de balanza de pagos aparecieron luego de varios años en que los términos de intercambio estuvieron cayendo y el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos aumentando.³¹ Así, parece razonable pensar que la detención en el proceso de entrada de capitales, y la consecuente presión por salir, aparecieron al comprobarse un cierto grado de incertidumbre en cuanto a la factibilidad de que se mantuviera el programa de ajuste bajo tipo de cambio fijo. Además, no debe olvidarse que en el mencionado episodio de apertura y crisis financiera también se registraron ciertas inconsistencias en el diseño de la política económica, como la existencia de restricciones a la baja de los salarios reales.³² En estas condiciones parecía razonable esperar que las autoridades encontrarían enormes dificultades políticas para sostener el programa de ajuste automático requerido por la disciplina del tipo de cambio fijo.

Finalmente, y a modo de ilustración, es interesante considerar que en los diferentes episodios de deterioro de los términos de intercambio por los que ha atravesado la economía chilena durante el presente siglo ha sido una práctica común que las autoridades resuelvan la postergación de medidas de ajuste.³³ Si bien es cierto que la constante presencia de controles cambiarios y financieros impide concluir de dicho antecedente que los movimientos de capitales habrían jugado un rol estabilizador, haciendo posible postergar el ajuste, tampoco puede desprenderse lo contrario. Esto es, que las crisis externas se habrían acentuado por la acción desestabilizadora de los especuladores.

Aun cuando es posible otorgar una justificación económica coherente a la acción de los especuladores en el mercado cambiario,³⁴ lo que llevaría a concluir que el carácter "estabilizador" o "desestabilizador" de éstos dependería en último término del grado de coherencia de la política económica, la

³¹ En otras economías de la región, como en la argentina por ejemplo, se registró una masiva fuga de capitales, la que "gatilló" la crisis cambiaria. Sin embargo esta especulación contra el peso argentino es justificable por la inconsistencia entre la política cambiaria, fiscal y financiera, más que en cambios exógenos en el estado de ánimo de la población.

³² La denominada "ley del piso".

³³ Al respecto, véase De la Cuadra y Cortés, *op. cit.* (1983).

³⁴ Al respecto, véase Friedman (1953).

ocurrencia de episodios en los que puede ser conveniente la imposición de regulaciones cambiarias no es descartable. En particular, ésta puede llegar a ser una respuesta óptima frente a ataques especulativos originados en período de cambio político en el que las nuevas autoridades no han tenido tiempo de demostrar en la práctica la coherencia de sus anuncios, o ratificar éstos en los hechos. En este caso, podría ser razonable la imposición temporal de controles cambiarios, por ejemplo, de modo de aminorar los costos de la transición de un régimen de política a otro.

También puede ser justificada la imposición de determinadas regulaciones cambiarias y/o al movimiento financiero con el exterior, en presencia de distorsiones transitorias en los mercados externos que pudieran ocasionar inestabilidad en la evolución del gasto interno y el tipo de cambio real. De hecho, la coyuntura internacional que enfrentó la economía chilena en los primeros años de la década de los 90, especialmente en lo que dice relación a las condiciones de tasas de interés, razonablemente puede haber sido calificada de anormal, o transitoria, justificando el uso de algún tipo de restricción al ingreso de corto plazo.³⁵

Sin embargo, en ambos casos el uso de controles cambiarios debería ser de carácter transitorio, lo que implica que al imponer estas restricciones el Banco Central deberá fundamentar cuidadosamente el origen transitorio de la causa que las justificaría. Luego, las autoridades tendrán que diseñar cuidadosamente una estrategia que apunte a mantener el crecimiento del gasto interno a un ritmo coherente con el equilibrio de las cuentas macroeconómicas, prescindiendo del uso de las restricciones cambiarias y financieras como herramienta para lograr dicho objetivo. Como se indicó anteriormente, ello hace necesaria la coordinación entre la política monetaria y la fiscal, al mismo tiempo que se evita el uso de instrumentos de carácter temporal con propósitos de tipo permanente.³⁶

³⁵ No obstante la importancia que tuvieron los cambios en los mercados externos en la situación de balanza de pagos de comienzos de los 90, es importante hacer presente que en ese episodio una fracción sustantiva del ingreso de capitales se explica por las acciones de política interna, como, por ejemplo, el sobreajuste monetario de 1990, que llevó a un ingreso de capitales equivalente a un 10% del PIB; o la gradual caída del tipo de cambio real registrada durante el período, debido a la carencia de una política efectiva de estabilización de esta variable.

³⁶ Desde este punto de vista sería recomendable limitar el número de períodos por el que dichas restricciones podrían ser renovadas por parte de las autoridades. Este es precisamente el espíritu de la Ley Orgánica del Banco Central, en la medida en que el establecimiento de restricciones cambiarias tiene el carácter de excepcional. Una discusión al respecto se encuentra en Fontaine (1989).

Otro requisito importante de este tipo de intervención es que no reduzca la competitividad de los intermediarios financieros formales, por cuanto ello podría acarrear serios costos de eficiencia para la economía.³⁷

5. El problema de la transición

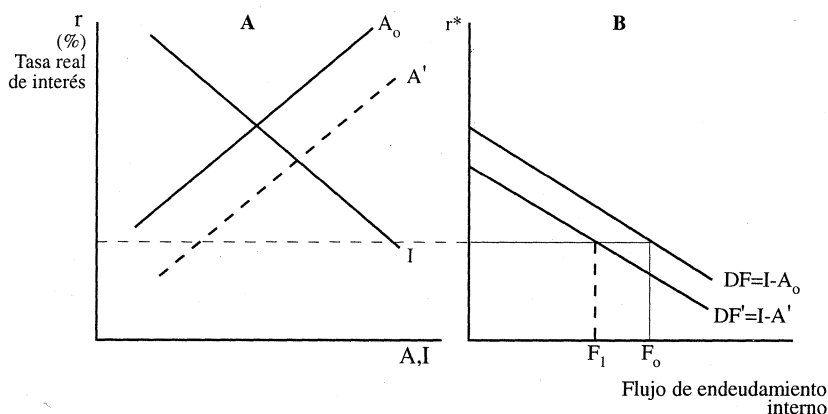
Una vez que las autoridades han resuelto la adopción de medidas conducentes a incrementar el grado de apertura de la cuenta de capitales, se plantea la tarea de armonizar esta estrategia con el equilibrio macroeconómico interno. En otros términos, para una economía cuya tasa de interés es superior a la existente en el resto del mundo, situación que se expresa en Figura N° 3, la eliminación de las restricciones al ingreso de capitales puede ocasionar un problema de exceso de gasto, en la medida en que la baja en la tasa de interés doméstica induce a un aumento del gasto en consumo y en inversión. Dado un cierto crecimiento del producto, este incremento en el ritmo de crecimiento del gasto interno promoverá la aparición de presiones inflacionarias y/o la baja del tipo de cambio real, dependiendo del régimen cambiario existente. Una forma de evitar que se produzcan efectos desestabilizadores del ingreso de capitales es mediante la ejecución de una política de "acomodo fiscal", la que en cierto sentido es análoga a la requerida por el cambio de un sistema previsional de reparto por uno de capitalización individual, en la medida en que el Gobierno se obliga a elevar su contribución al ahorro interno de modo de compensar el aumento del gasto privado.³⁸ En términos de la Figura N° 3, la mayor contribución del Gobierno al proceso de ahorro se manifiesta en el desplazamiento de la función de ahorro desde A_0 hacia A_1 , lo que atenúa el efecto de la apertura financiera sobre el gasto interno, lo que se refleja en una menor brecha entre la inversión y el ahorro nacional en la parte A del gráfico, y una menor demanda neta por financiamiento (DF), en la parte B. De lo expuesto también es posible concluir que una menor presión de gasto atenuará la presión a la baja sobre el tipo de cambio real.³⁹

³⁷ Una discusión sobre las características que debe poseer una regulación eficiente al ingreso de capitales se encuentra en Valdés (1994).

³⁸ Esta contribución de la política fiscal al proceso de apertura financiera es relevante en lo que se refiere al acomodo del ingreso de capitales, pero no es una condición necesaria para llevar a cabo otros aspectos de ésta, como la liberalización del mercado cambiario o la diversificación internacional de ahorro doméstico.

³⁹ Ello debido a que el tipo de cambio real se determina, para una cierta estructura de demanda, por la relación existente entre el gasto agregado y el producto interno.

GRÁFICO N° 3



La transición y la "crítica de Walters"

Otro aspecto importante de considerar dentro de la administración del proceso de apertura financiera se relaciona con el rol de la política cambiaria. Como ha sido convincentemente expuesto por Mussa (1987), el proceso estocástico del tipo de cambio real no es independiente del régimen cambiario existente. Así, bajo un esquema de tipo de cambio libre el tipo de cambio real seguiría un proceso del tipo *random walk*,⁴⁰ mientras que bajo condiciones de fijación del tipo de cambio nominal éste observaría un alto grado de correlación serial. Luego, considerando que la variación esperada del tipo de cambio real es un argumento de la tasa de interés relevante en el diseño del plan de consumo de los residentes de una cierta economía⁴¹, en la medida en que éstos sean aversos al riesgo se desalentará el ingreso de capitales de corto plazo bajo un esquema de flotación, ocurriendo lo contrario en un esquema de fijación del tipo de cambio nominal.⁴²

La relevancia del régimen cambiario en la determinación de los efectos macroeconómicos de la apertura financiera ha sido subrayada por Alan Walters, quien ha destacado los efectos desestabilizadores que puede tener la fijación del tipo de cambio nominal en economías con bajas tasas de ahorro. Luego, la

⁴⁰ Ello implica que la mejor predicción que puede realizarse del tipo de cambio futuro es su nivel contemporáneo, sin que la historia pasada contenga información útil para esta predicción.

⁴¹ Al respecto, véase Dornbusch (1983).

⁴² Una discusión más extensa de este tema se realiza en Rosende (1992).

integración financiera al exterior de una economía cuya tasa de interés es superior a la existente en los principales centros financieros externos debería ser acompañada de la adopción de un esquema de flotación cambiaria, al margen de la implementación de medidas de tipo fiscal dirigidas a elevar la tasa de ahorro interno. De otro modo se expondría a la economía a un ciclo de actividad derivado de un masivo influjo de capitales en una etapa inicial de expansión de gasto y caída del tipo de cambio real, para posteriormente entrar en una etapa de ajuste del gasto interno, la que puede tener altos costos en términos de empleo y producto, dependiendo de la flexibilidad que observe el mercado laboral.⁴³

La disciplina de los movimientos de capitales ("doctrina Lawson")

Un aspecto fuertemente debatido con respecto a los efectos macroeconómicos de la apertura financiera dice relación con la sensibilidad que éstos observarían con respecto a los desarrollos económicos del país receptor de estos flujos. Como se indicó anteriormente, una corriente de pensamiento dentro de los economistas visualiza los movimientos financieros, especialmente los de corto plazo, como esencialmente desestabilizadores. Esto se manifestaría en la tendencia de los capitales a generar aumentos desmedidos del gasto interno —muchas veces empujados por un proceso de inflación de precios de activos, causado por estos mismos flujos—, los que se traducirían en desequilibrios macroeconómicos al producirse algún evento⁴⁴ que promovería la fuga del financiamiento externo.

Alternativamente se ha postulado que en ausencia de distorsiones sobre el proceso de evaluación de riesgo, los capitales observarían un comportamiento anticipable. De este modo, la verificación de turbulencia en los mercados cambiarios se encontraría asociada a un manejo macroeconómico errático

⁴³ La experiencia de economías como la española tras el ingreso al Sistema Monetario Europeo ha sido utilizada como un ejemplo elocuente de la validez de la "crítica de Walters", en la medida en que el movimiento hacia un esquema de fijación cambiaria con respecto al marco alemán produjo un fuerte influjo de capitales hacia dicha economía, una apreciable caída del tipo de cambio real y, posteriormente, un costoso ajuste en términos de empleo. Sobre este episodio, véase *The Economist*, octubre 12 de 1991.

⁴⁴ En este enfoque, el evento que produce el desvanecimiento de la "burbuja" de precios de activos y gastos no requiere ser necesariamente un cambio objetivo en la estimación de ingresos de mediano plazo de la economía. También la burbuja puede ser "pinchada" por información irrelevante.

y/o incompatible con la restricción presupuestaria de la economía. De acuerdo con este enfoque, los privados no producirán situaciones de desequilibrio macroeconómico, en tanto las señales de la política económica sean claras y estables. En la discusión reciente de políticas financieras, estos planteamientos se han asociado con la postura adoptada a fines de los 80 por el entonces ministro de Hacienda de Gran Bretaña, Nigel Lawson, en cuanto a que la afluencia de capitales en respuesta a una discrepancia entre los planes de ahorro e inversión del sector privado no era problema del gobierno.⁴⁵

Esta postura, conocida como la "doctrina Lawson", supone implícitamente la ausencia de distorsiones que estimulen un excesivo endeudamiento externo de la economía, como sería la presencia de seguros de cambio, o seguros de depósitos débilmente defendidos. Luego, el carácter de los movimientos de capitales dependerá críticamente de las características de la legislación financiera.

Aun cuando este aspecto del proceso de intermediación internacional ha sido habitualmente soslayado en el análisis de sus efectos macroeconómicos, su participación en el episodio de endeudamiento externo de economías del "Cono Sur" a comienzos de la década pasada parece haber sido determinante. En efecto, en el caso específico de la economía chilena las autoridades suministraron un seguro implícito sobre los acreedores de la banca, sin que existiera una evaluación sistemática y rigurosa del riesgo de la cartera de ésta, todo lo cual provocó un problema de "*moral hazard*", el que se expresó en un endeudamiento externo excesivo, junto con un elevado nivel de riesgo en las inversiones del sistema financiero.⁴⁶ Además, la ausencia de un mecanismo creíble de distribución de las pérdidas del sistema financiero restó eficacia a los anuncios realizados por las autoridades en cuanto a que los problemas que pudieran aparecer en los bancos eran de responsabilidad de sus acreedores.

De la experiencia chilena de crisis financiera se desprende con claridad la importancia de disponer de mecanismos eficientes de supervisión financiera, ya sean estos públicos o privados, de manera de evitar la aparición de ciclos de endeudamiento y ajuste. Adicionalmente es importante la credibilidad que tengan en los agentes económicos los anuncios de la autoridad en cuanto a que éstos se exponen a pérdidas patrimoniales como resultado de una mala evalua-

⁴⁵ Esta posición había sido previamente expuesta en Chile por el ejecutivo del Fondo Monetario Internacional Walter Robischek en un seminario realizado en Santiago en 1979.

⁴⁶ Como es lógico, la percepción de que existía un seguro estatal sobre los pasivos del sistema financiero desalentó el desarrollo de un sistema privado de evaluación de riesgo.

ción de la solvencia de los intermediarios. Así, en la medida en que las posibilidades de hacer efectiva alguna regla de repartición de pérdidas entre los depositantes se debilita, la eficacia de los mecanismos oficiales de supervisión financiera debe ser acrecentada de manera de evitar que se produzcan distorsiones derivadas de una incorrecta percepción del riesgo inherente a sus decisiones financieras por parte del sector privado.

6. Conclusiones

1. La apertura de la cuenta de capitales, entendida como una amplia y profunda integración financiera al exterior, plantea importantes beneficios potenciales para una economía. Especialmente si se trata de una economía pequeña con una dotación de recursos relativamente poco diversificada, como es el caso de la chilena. En este contexto, la apertura financiera se manifiesta en la aparición de un mayor número de opciones de financiamiento de la inversión y ahorro, lo que a su vez se traduce en el acceso de la comunidad a sendas de consumo más estables, y también superiores a las prevalecientes bajo condiciones de autarquía financiera.

Para una economía como la chilena, ello significa que a través de la apertura financiera se genera la posibilidad de reducir el impacto de las fluctuaciones de los términos de intercambio sobre el ingreso nacional, y en el límite desvincularlos. Dado que el objetivo de la política económica debe ser la creación de alternativas que conduzcan a la elección de una senda de consumo óptima por parte de la comunidad, más que la estabilización de objetivos intermedios como las reservas internacionales, el tipo de cambio real o la tasa de interés, esta estrategia aparece como un complemento necesario de la apertura comercial.

Otro beneficio importante que se deriva de la apertura financiera es el rol fiscalizador que ésta otorga al mercado sobre la eficacia y coherencia de la política económica. Es justo reconocer que este beneficio potencial ha sido objeto de amplio debate en la profesión, en la medida en que una importante corriente de economistas ha sustentado la hipótesis de que los mercados financieros observarían un grado de "irracionalidad" no despreciable en su conducta de corto plazo. Desde nuestro punto de vista, la evidencia disponible no es lo suficientemente sólida como para desplazar la hipótesis de expectativas racionales, con lo que la inestabilidad que pudieran exhibir en el corto plazo los mercados financieros se relacionaría estrechamente con el "ruido" que surge de las señales de política económica.

2. Al igual que otras reformas estructurales dirigidas a mejorar el proceso de asignación de recursos —como la liberalización de precios, o la apertura comercial—, la apertura financiera conlleva importantes exigencias disciplinarias. En particular, cabe destacar que siendo un aspecto importante del intercambio financiero con el exterior la transacción de instrumentos con diferente combinación de rentabilidad y riesgo, la eficiencia de este proceso requiere eliminar la aparición de situaciones de *moral hazard*, lo que implica que los diferentes agentes participantes en este proceso de intermediación deben internalizar plenamente el riesgo asociado a sus decisiones. Esta consideración es especialmente importante en economías como la chilena, las que experimentaron dificultades derivadas del proceso de apertura financiera realizado en los 80, precisamente debido a la presencia de problemas del tipo *moral hazard*.

Otra importante exigencia disciplinaria que se deriva de un proceso de apertura financiera es la disciplina y coherencia en la conducción económica. En un contexto de amplia apertura de la cuenta de capitales, los mercados sancionarán rápida y vigorosamente los errores que pudiera cometer la política económica.

3. La apertura financiera, como herramienta conducente a elevar la eficiencia del proceso de asignación de recursos y la estabilidad macroeconómica, no es incompatible con el eventual uso de controles o restricciones sobre tales movimientos. Sin embargo, tales restricciones deben tener un carácter transitorio, de manera de evitar que las exigencias disciplinarias asociadas a la apertura, al igual que los beneficios en términos de eficiencia que ésta genera, se vean reducidos.

En la evaluación de las posibles consecuencias de los controles a los movimientos financieros internacionales es importante tener en cuenta que la evidencia indica que la efectividad de éstos se limita al corto plazo.

4. Para una economía cuyas tasas de interés son superiores a las prevalentes en el resto del mundo, el proceso de apertura financiera puede acarrear dificultades en el manejo macroeconómico de corto plazo, especialmente en lo que se refiere a los ingresos de capitales de corto plazo. Estas dificultades hacen necesario acompañar el proceso de apertura de una política fiscal compatible con la mantención del crecimiento del gasto interno a tasas coherentes con el equilibrio macroeconómico.

5. La actividad financiera, como cualquier actividad productiva, conlleva riesgos. De hecho, una característica inherente a esta actividad es la evalua-

ción y diversificación del riesgo. Ello implica que es improcedente pretender la configuración de un sistema financiero inmune a los riesgos. En la medida en que los agentes enfrenten precios no distorsionados se promoverá una correcta evaluación de los riesgos, lo que favorecerá un crecimiento estable de la inversión y el producto. Estas consideraciones son relevantes al análisis de la apertura financiera, en la medida en que una de las preocupaciones recurrentes de las autoridades ha sido el posible efecto de la internacionalización de las actividades financieras sobre la solvencia de las instituciones domésticas. Como se indicó antes, en la medida en que no se distorsione el proceso de evaluación del riesgo por parte de los privados, la fortaleza de los intermediarios no debería verse comprometida por la apertura financiera, siendo incluso razonable esperar que ésta se acreciente.

Referencias bibliográficas

- Alesina, A. "Macroeconomics and Politics". En *NBER Macroeconomics Annual* (Ed) S. Fischer. Mit Press, 1988.
- Alesina, A.; V. Grilli y G. M. Milesi-Ferreti. "The Political Economy of Capital Controls". *NBER Working Paper* N° 4353, mayo 1993.
- Arellano, J. P. "De la liberalización a la intervención: El mercado de capitales en Chile 1974-1983". *Colección de Estudios Cieplán* N° 11 (1983).
- Banco Central de Chile. *Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile*. Banco Central de Chile, 1990.
- Banco Mundial. "Capital Flows-Hot or Cool?" *Outreach* #8, The World Bank Policy Views from Policy Research Department, febrero 1993.
- Buchi, H. *La transformación económica de Chile: Del estatismo a la libertad económica*. Grupo Editorial Norma, octubre 1993.
- Calvo, G.; L. Leiderman y C. Reinhart. "El problema de las entradas de capital; conceptos y consecuencias". *Boletín Cemla*, enero-febrero 1994.
- Corbo, V. y L. Hernández. "Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: Rationale and Some Recent Experiences". En *Portfolio Investment in Developing Countries*, Washington D. C., Banco Mundial, 1993.
- Cortés, H. "Lecciones del pasado. Recesiones económicas en Chile: 1926-1982". *Cuadernos de Economía*, agosto 1984.
- Davis, E. P. "International Investment of Pension Funds in Europe: Scope and Implications for International Financial Stability". *Mimeo*. European Monetary Institute, enero 1994.
- De la Cuadra, S. y H. Cortés. "Análisis de las políticas macroeconómicas aplicadas en Chile en el período 1925-1982". *Documento de Investigación*. Instituto de Economía Universidad Católica, 1984.
- Dornbusch, R. "Real Interest Rates, Home Goods and Optimal External Borrowings". *Journal of Political Economy*, febrero 1983.
- _____. "It's Time for a Financial Transactions Tax". *International Economy*, 1990.

- Grilli, V.; D. Masciandaro y G. Tabellini. "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries". *Economic Policy* 13, (otoño 1991).
- Feldstein, M., y C. Y. Horioka. "Domestic Saving and International Capital Flows". *Economic Journal* 90 (junio 1980).
- Fernández, R. "La crisis financiera argentina", *Desarrollo Económico*, junio 1983.
- Frankel, J. A. "Sterilization of Money Inflows: Difficult (Calvo) or Easy (Reisen)?" *Conferencia "Capital Inflows: Size, Nature and Policy Adaptations"*. Cartagena: Colombia, julio 1993.
- Ffrench-Davis, R. "El problema de la deuda externa y la apertura financiera". *Colección de Estudios Cieplan*, diciembre 1983.
- Fontaine, J. A. "Banco Central: Autonomía para cautelar la estabilidad". *Cuadernos de Economía* N° 77 (abril 1989).
- Friedman, M. "The Case for Flexible Exchange Rates", en M. Friedman. *Essays in Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press, 1953.
- Genberg, H. "In the Shadow of the Mark: Exchange Rate and Monetary Policy in Austria and Switzerland". En V. Argy y P. de Grauwe (eds.) *Choosing an Exchange Rate Regime: The Challenge for Smaller Industrial Countries*. FMI, Katholieke Universiteit Leuven, Macquarie University, 1990.
- Hacche, G., y J. Townend. "Exchange Rates and Monetary Policy: Modelling Sterling's Effective Exchange Rate, 1972-1980". En W. A. Eltis y P. J. N. Sinclair (eds.), *The Money Supply and the Exchange Rate*. Oxford University Press, 1981.
- Hanson, J. A. "Opening the Capital Account: A Survey of Issues and Results". *Working Paper WPS 901*, Banco Mundial, mayo 1992.
- Keynes, J. M. *General Theory of Employment, Interest and Money*. Londres: McMillan, 1936.
- King, R. y R. Levine. "Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence", *Journal of Monetary Economics* 32 (1993).
- Lucas, R. E. "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?". *American Economic Review* 80 (mayo 1990).
- Mac Donald R. y M. P. Taylor. "Exchange Rate Economics: A Survey". *IMF Working Paper*, junio 1991.
- Miller, M y A. Sutherland. "Monetary and Exchange Rate Targets, and After: A Stochastic 'Hard Landing' for Sterling?". En Victor Argy y Paul de Grauwe (eds.), *Choosing an Exchange Rate Regime: The Challenge for Smaller Industrial Countries*. FMI, Katholieke Universiteit Leuven, Macquarie University, 1990.
- Mussa, M. "Nominal Exchange Rates Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates, Evidence and Implications". En K. Brunner y A. Meltzer (eds.), *Cambridge Rochester Series on Public Policy*, Vol. 25 (1987).
- Rosende, F. "Términos de intercambio, cuenta corriente e inflación; La economía chilena en el primer semestre de 1993". *Serie Documentos de Trabajo* 198 (julio 1993), Centro de Estudios Públicos.
- _____ y R. Vergara. "Opciones de política para el sector financiero", *Cuadernos de Economía*, diciembre 1986.
- _____ y J. C. Guier. "Comportamiento de los precios en el ciclo económico: Análisis de la Evidencia para Chile". *Estudios Públicos* 53 (verano 1994).

- Sachs, J. D. "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970's", *Brookings Papers of Economic Activity* (abril 1981).
- Sargent, T. "Reaganomics and Credibility". En su *Rational Expectations and Inflation*. Harper and Row, Publishers Inc., 1986.
- Schadler, S. y M. Carcovic. "Recent Experiences with Surges in Capital Inflows". *Working Paper*, FMI (mayo 1993).
- Tobin, J. "A Proposal for Internacional Monetary Reform". *Eastern Economic Journal*, 4 (1978).
- Valdés, S. "Chile and International Financial Liberalization: Lessons for Design", *Simposio "Financial Opening: Policy Lessons for Korea"*. Korea Institute of Finance, febrero 1994.
- Williamson, J. y H. Reisen. "Pension Funds, Capital Controls and Macroeconomic Stability". *Mimeo*, diciembre 1993. □