

112

27

EL SISTEMA FINANCIERO
GLOBALIZACION
E
INESTABILIDAD





PENSAMIENTO IBEROAMERICANO

Revista de Economía Política

27

Enero-Junio 1995

Revista patrocinada por La Agencia Española de Cooperación Internacional (AECI) y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) de las Naciones Unidas.

Respetuosos con la libertad intelectual, se acogerán las opiniones y juicios expresados por los autores de los artículos firmados, si bien ellos pueden no reflejar necesariamente los puntos de vista de las instituciones patrocinadoras y de sus órganos de asesoramiento y dirección.

Redacción, administración y suscripciones:

Pensamiento Iberoamericano
Agencia Española de Cooperación Internacional
Avenida de los Reyes Católicos, 4. 28040 Madrid
Teléfono: (91) 583 83 90 - 583 83 91
Telefax: (91) 544 65 00

Edita:

Fundación Centro Español de Estudios de América Latina
C/ Avenida de los Reyes Católicos, 4. 28040 Madrid
Teléfono: (91) 583 83 90 - 583 83 91
Telefax: (91) 544 65 00

Impresión: Gráficas Muriel, S.A.
Depósito legal: M. 14.221-1982
ISSN: 0212-0208

Junta de Asesores

Presidente:	Aníbal Pinto	
Vicepresidente:	Angel Serrano	
Vocales:	Rodrigo Botero	Luis Angel Rojo
	Fernando Henrique Cardoso	Santiago Roldán
	Aldo Ferrer	Gert Rosenthal
	Enrique Fuentes Quintana	Germánico Salgado
	Norberto González	José Luis Sampedro
	David Ibarra	María Manuela Silva
	Enrique V. Iglesias	Alfredo de Sousa
	Andreu Mas-Colell	María Conceição Tavares
	José Matos Mar	Edelberto Torres-Rivas
	Francisco Orrego Vicuña	Juan Velarde Fuertes
	Manuel de Prado y Colón de Carvajal	Luis Yáñez-Barnuevo

Director: Osvaldo Sunkel

Secretario de Redacción: Carlos Díaz de la Guardia

Editora Invitada: Stephany Griffith-Jones (IDS)

Consejo de Redacción: Oscar Altimir (CEPAL, Chile), Carlos Bazdresch P. («El Trimestre Económico»), A. Eric Calcagno (Argentina), José Luis García Delgado («Revista de Economía», España), Eugenio Lahera («Revista de la CEPAL»), Augusto Mateus (Portugal), Juan Muñoz (CEDEAL, España).

Diseño:

Pedro Alonso y Luis Gómez

Secretaría:

Cristina García Bago

Producción:

Rafael Gálvez

Sumario

	<u>Pág.</u>
Introducción Editorial	7
Presentación de la Editora Invitada, Stephany Griffith-Jones, <i>Nuevas Tendencias y Desafíos del Sistema Financiero Internacional</i>	11
El Tema Central: <i>El Sistema Financiero, Globalización e Inestabilidad</i> .	15
Nuevas Tendencias en el Sistema Financiero Internacional y Nuevos Retos para las Políticas Públicas	17
M. Aglieta, <i>Globalización Financiera, Riesgo Sistémico y Control Monetario en los Países de la OCDE</i>	19
Stephany Griffith-Jones, <i>Globalización de los Mercados Financieros y el Impacto de los Flujos hacia los Países en Desarrollo: Nuevos Desafíos para la Regulación</i>	41
Robert Devlin, Ricardo French-Davis y Stephany Griffith-Jones, <i>Flujos de Capital y el Desarrollo en los noventa: Implicaciones para las Políticas Económicas</i>	77
Stephany Griffith-Jones, y Barbara Stallings, <i>Nuevas Tendencias Financieras Globales: Implicaciones para el Desarrollo</i>	115
Reflexiones Sobre la Crisis Mexicana y el Riesgo Global.....	151
Jaime Ros, <i>La Crisis Mexicana y la Reforma de la Política Macroeconómica</i> .	153
Alan Greenspan, <i>Testimonio ante el Comité de Relaciones Exteriores del Senado de los Estados Unidos</i>	163
Guillermo A. Calvo, <i>Testimonio acerca del Paquete de Préstamo Garantizado para México</i>	171

	<u>Pág.</u>
Michel Camdessus, <i>Entrevista</i>	181
Guillermo Ortiz, <i>Cómo estamos manejando la Crisis del Peso</i>	185
Rudiger Dornbusch, <i>Al ayudar a México, Estados Unidos se ayuda a sí mismo</i>	191
La Agenda de Reformas	
Perspectiva desde los Estados Unidos	195
John Williamson, <i>El Manejo de los Flujos de Entrada de Capitales</i>	197
Peter B. Kenen, <i>Maneras de Reformar los Acuerdos Sobre el Tipo de Cambio</i>	219
Perspectiva desde Europa	233
José García Solanes, <i>Movilidad Internacional de Capitales en la Unión Europea</i>	235
Santiago Fernández de Lis y Javier Santillán, <i>Regímenes Cambiarios e Integración Monetaria en Europa</i>	291
6	
Perspectivas Alternativas	325
Barry Eichengreen, James Tobin y Charles Wyplosz. <i>Dos Argumentos para echar arena en las ruedas de la Financiación Internacional</i>	327
Carlos Massad, <i>Un Nuevo Sistema Monetario Internacional para el Futuro</i> ..	343
Hans Singer, <i>Propuesta para una Moneda de Reserva basada en Materias Primas</i>	359
Colaboradores	367

Introducción

Editorial

Hace cerca de un año decidimos encarar con la presente entrega de *Pensamiento Iberoamericano Revista de Economía Política* la preocupante condición del sistema financiero internacional contemporáneo. La peseta y otras monedas europeas en 1992, el peso mexicano a fines de 1994 y el argentino posteriormente, como el propio dólar y otras monedas, han sufrido en tiempos recientes el impacto de poderosos embates provenientes de las finanzas internacionales. Estos han repercutido con fuerza en el mundo entero, ocasionando serios problemas económicos, sociales y políticos no sólo en los países directamente afectados, sino también en muchos otros.

La función clásica del sistema financiero, según los libros de texto, sería la de estimular el ahorro y facilitar su transferencia a las mejores oportunidades de inversión, tanto en los mercados nacionales como en los internacionales. Esta función ha quedado jibarizada, y muchas veces desvirtuada, por el explosivo crecimiento en el volumen y variedad instrumental de las transacciones en los mercados financieros internacionales, que alcanzan entre uno y dos trillones de dólares diarios. La inmensa mayoría de esas transacciones nada tiene que ver con aquella función clásica de asignación racional de recursos de inversión. Se trata fundamentalmente de operaciones especulativas y de arbitraje, que buscan ganancias rápidas mediante el aprovechamiento de las diferencias internacionales en las tasas de interés y de las fluctuaciones en los tipos de cambio.

En esto, como en tantos otros planos, el veloz cambio tecnológico ha dejado atrás las instituciones sociales y políticas. La revolución computacional y telemática ha elevado de tal modo la capacidad y eficiencia y reducido tan drásticamente los costos de operación, procesamiento y transmisión de información, que los flujos financieros internacionales han adquirido una extraordinaria movilidad. El problema consiste en que, con demasiada frecuencia, esa movilidad, que es positiva, se convierte en **volatilidad**, que es altamente perjudicial.

La complejidad del problema se agrava por la debilidad del dólar de cara al marco y al yen, y acentuada por la crisis mexicana. Aunque logre reaccionar temporalmente gracias a intervenciones esporádicas de los principales bancos centrales del mundo, su supremacía como moneda internacional de reserva está en cuestión, y no hay otra que vaya tomando su lugar.

Desde el punto de vista institucional, no queda mucho del sistema de Bretton Woods, aunque sobrevivan, disminuidos, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. En contraste con el marco institucional del comercio internacional, que fue ajustándose a través de las periódicas rondas de negociaciones comerciales hasta culminar en la nueva Organización Internacional de Comercio, las tendencias a la desregulación y la liberalización han debilitado el ejercicio de las responsabilidades públicas respecto del financiamiento internacional, y se carece de sustitutos renovados y más apropiados a las condiciones contemporáneas.

8

El G-7, que pudo ser el germen de una nueva organización financiera internacional, abdicó incluso de su función más obvia y explícita de coordinación macroeconómica de los principales países industrializados. En ausencia del G-7 y ante la impotencia de las instituciones de Bretton Woods, el nuevo sistema financiero internacional privado se ha convertido en una caja de Pandora que con preocupante frecuencia adquiere características procíclicas y antisistémicas, pues los tipos de cambio están a merced de las apuestas de especuladores armados de gigantescas masas de dinero y una variedad de instrumentos financieros de creciente complejidad, que gracias a los nuevos sistemas informáticos pueden transarse y transferirse en fracciones de segundo a casi cualquier parte del mundo, durante las 24 horas del día.

John Kenneth Galbraith describió hace años al capitalismo oligopólico norteamericano como un sistema que se caracterizaba por la opulencia privada y la carencia pública. Esta pareciera ser la situación en que se encuentra actualmente el sistema financiero internacional. Si así fuera, qué se debería y que se puede hacer? Estas son preguntas que están en la mente de muchos y esperamos que los trabajos que entregamos en este volumen contribuyan a encontrar las pistas de una respuesta.

Nos complace agradecer a Stephany Griffith-Jones, nuestra Editora Invitada, sus exitosos esfuerzos para lograr la participación en este volumen de muchos de los más destacados especialistas internacionales en el tema. Con ello ha logrado reunir un conjunto de trabajos de gran valor para la mejor comprensión de la problemática actual. Como este número de la Revista se planificó y encargó **antes** de la crisis mexicana, y siendo evidente que no

podíamos ignorarla, decidimos incorporar una serie de documentos breves referidos específicamente a dicha crisis, como ilustración concreta de la hipótesis general planteada con anterioridad sobre la fragilidad y riesgos sistémicos presentes en el actual sistema financiero internacional.

LA DIRECCION

Presentación de la Editora Invitada

Nuevas Tendencias y Desafíos del Sistema Financiero Internacional

Durante la última década, la magnitud y la estructura de los mercados financieros internacionales han experimentado profundos cambios. Dichos cambios son principalmente frutos de la liberalización generalizada, tanto de los sistemas financieros nacionales como de los movimientos de capital, así como de importantes desarrollos tecnológicos que facilitan la información global instantánea y favorecen la interconexión entre mercados.

11

Estos cambios han llevado al desarrollo de un sistema financiero privado cada vez más integrado y globalizado. Así como han caído las barreras entre países, han caído también las barreras entre sectores financieros, y en particular las diferencias entre bancos y casas de valores, lo cual ha llevado al desarrollo de conglomerados financieros, tanto a nivel nacional como internacional. Ello ha sido acompañado de una vasta expansión de instrumentos financieros, para muchos de los cuales no está claro el nivel del riesgo que generan. Finalmente, ha habido una gran institucionalización del ahorro, que ha intensificado la internacionalización de las inversiones.

Como consecuencia, hemos tenido un dramático crecimiento y transformación del sistema privado financiero internacional, que tiene muchos aspectos positivos. Sin embargo, no ha habido un desarrollo correspondiente de la institucionalidad pública internacional, que provea el marco adecuado para ayudar a que este nuevo sistema privado opere en forma estable, y no genere riesgos de crisis financieras, ya sea a nivel nacional o —peor aún— internacional.

Hay aquí un paralelo con la creación, a nivel nacional, de bancos centrales para regular y apoyar a la banca privada. Similarmente, dado el rápido

desarrollo del sistema privado financiero internacional, es necesario comenzar a crear una institucionalidad pública que regule y apoye ese sector, es decir crear una especie de embrión de banco central internacional.

Naturalmente, se han dado pasos importantes en esa dirección, pero ellos son insuficientes dados la magnitud y rapidez de los cambios en el sector privado.

Un área donde ha habido progreso, pero queda muchos camino por recorrer es el de la regulación, particularmente referida a los flujos internacionales de capital. En particular, es urgente acelerar la integración entre reguladores de diferentes países y sectores (en especial bancarios y de valores). Es clave medir con precisión los riesgos de los nuevos instrumentos, como los derivados, y asegurar que las instituciones estén suficientemente capitalizadas para resistir cualquier problema; es importante coordinar internacionalmente la medición de tales riesgos. Es importante estudiar la posibilidad incluso de regulación de flujos excesivos de capitales de muy corto plazo (no vinculados al comercio internacional, sino a actividades más bien especulativas), en aquellos casos excepcionales por ejemplo cuando tales flujos parezcan estar financiando un déficit en cuenta corriente demasiado grande en proporción a las exportaciones o al producto. En este sentido, el proceso de regulación debería ser integrado, a nivel global, con un proceso más riguroso de "surveillance" macro-económico de los países receptores por el Fondo Monetario Internacional, precisamente para intentar evitar crisis de Balanza de Pagos, provocadas o acentuadas por la volatilidad de los flujos de capitales.

12

También parece urgente clarificar las medidas a tomar si es que tal crisis ocurre; ello es particularmente importante después de la crisis mexicana, dada la magnitud del paquete de rescate que fue necesario organizar para evitar que dicha crisis se profundizara y generalizara a nivel tanto de los mercados emergentes, como incluso de algunos países desarrollados más frágiles. Continuando con el paralelo con las economías nacionales, ¿debe crearse explícitamente un prestamista de última instancia internacional? En tal caso, ¿en qué circunstancias debe operar y qué condiciones debe imponer? ¿Cómo se puede minimizar el riesgo moral que la existencia de tal prestamista de última instancia internacional puede generar, en el sentido de incentivar la irresponsabilidad (antes de la crisis) de inversionistas y prestatarios?

Finalmente, algunos analistas muy distinguidos, como el Premio Nobel de Economía James Tobin, han planteado la posible conveniencia de medidas fiscales internacionales que afecten los flujos financieros privados; ello se espera que podría reducir la volatilidad de los flujos (si bien sobre este aspecto hay algo de controversia) y recaudar importantes recursos financieros, que podrían ser por ejemplo canalizados hacia los países y personas más pobres.

La crisis del peso mexicano ha tenido muchos costos. Pero ha tenido la sola virtud de mostrar la urgencia de desarrollar una institucionalidad global pública para disminuir la volatilidad excesiva de los flujos de capitales y minimizar sus efectos negativos, sin perder todos los importantes beneficios que ha traído la liberalización y globalización financiera. Este es un desafío complejo pero clave de resolver.

Al desafío internacional o regional (este último por ejemplo al nivel del Sistema Monetario Europeo) se unen desafíos para el manejo a nivel nacional de entradas y salidas de capital grandes y potencialmente volátiles, como son los flujos de portafolio. Dicho desafío aparece como particularmente clave para América Latina, región donde la volatilidad financiera y las crisis de Balanza de Pagos parecen ser más frecuentes que, por ejemplo, en el continente asiático. Parecen haber lecciones importantes al comparar tanto la experiencia asiática, y latinoamericana, como dentro de esta última región las experiencias chilenas, mexicanas y argentinas. En primer lugar, cabe destacar la importancia de seguir políticas macro-económicas prudentes y equilibradas, evitando por ejemplo que ingresos grandes de capital destabilicen variables claves como es el tipo de cambio; en ese contexto, aparece como clave una defensa de un tipo de cambio real, que asegure la competitividad en el mediano plazo, evitando así la “enfermedad holandesa” y déficit grandes y crecientes en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos, que corren el riesgo de hacerse insostenibles como ocurrió en México en Diciembre de 1994. En segundo lugar, cabe destacar la importancia de usar un abanico amplio de medidas de política económica para manejar exitosamente grandes ingresos de capitales; tales medidas deben incluir no sólo políticas convencionalmente aceptadas, como una política fiscal no deficitaria y un proceso de liberalización de la cuenta de capitales, sino también medidas menos convencionales (si bien cada vez más ampliamente aceptadas incluso por los organismos internacionales), como es el desincentivar ingresos de capital de corto plazo y los potencialmente volátiles. En este último aspecto, cabe destacar tanto la experiencia chilena como la de países asiáticos como Malasia, que han utilizado tales medidas con bastante éxito. En tercer lugar, cabe destacar que los países en desarrollo que han manejado fuertes ingresos de capitales con más éxito (cómo los países asiáticos y Chile en América Latina) son aquellos que tienen un elevado nivel de ahorro interno, y en los cuales el ahorro externo complementa y no sustituye dicho ahorro interno.

En la medida que el desarrollo de una institucionalidad pública internacional para los flujos privados ocurra en forma lenta, se hace particularmente clave que los países receptores de flujos los manejen en forma tal que disminuyan tanto su volatilidad como los efectos negativos de ésta.

La agenda abierta por el nuevo mundo de la globalización financiera es amplia y es crucial. Esperamos que este número de *Pensamiento Iberoamericano* pueda hacer una contribución útil a este importante debate en un momento clave. Pero nuestros artículos plantean no sólo respuestas, sino preguntas. Parafraseando, el poeta peruano, César Vallejo, “Colegas, ¡hay muchísimo que hacer!”.

Stephany Griffith-Jones

El Tema

Central

El Sistema Financiero, Globalización e Inestabilidad

Uno de los hechos más relevantes que se ha producido en la evolución reciente de las relaciones económicas internacionales ha sido el preocupante comportamiento del sistema financiero internacional contemporáneo. La función clásica de canalizar el ahorro a la inversión ha pasado a un segundo plano como consecuencia del crecimiento explosivo en volumen y la variedad de instrumentos que se intercambian en los mercados financieros. Las operaciones especulativas y de arbitraje se han intensificado excepcionalmente a raíz del cambio tecnológico, reduciendo costes y mejorando la eficiencia en la transmisión de la información, de manera tal que los flujos financieros han adquirido una extraordinaria movilidad y, lo que es más peligroso, volatilidad.

En este contexto, el marco institucional creado en Bretton Woods se muestra insuficiente para adaptarse a las nuevas circunstancias y el nuevo sistema financiero internacional privado se ha convertido en un mecanismo de características procíclicas y antisistémicas que supera la posibilidad de control por parte de los poderes públicos.

Nuevas Tendencias en el Sistema Financiero Internacional y Nuevos Retos para las Políticas Públicas

En este trabajo con el que se inicia el presente número de Pensamiento Iberoamericano, **M. Aglietta** analiza los cambios estructurales que se han producido últimamente en las finanzas internacionales. En su opinión, tales cambios son peligrosos porque ni los comportamientos microeconómicos ni las políticas gubernamentales se adaptan fácilmente a las nuevas circunstancias, lo que agudiza la fragilidad financiera de las economías y amplía las posibilidades del riesgo sistémico. En función de ello se aborda la actuación de las autoridades en el contexto de sistemas financieros mucho más liberalizados que antes.

Stephany Griffith-Jones examina las tendencias de los mercados financieros privados tanto globalmente como respecto a los países en desarrollo. Además analiza las modificaciones estructurales y los cambios en materia de

riesgo sistémico, circunstancias que han dado lugar a un rico debate sobre la conveniencia de establecer mecanismos de supervisión y regulación de las finanzas internacionales para reducir la inestabilidad que afecta a los países desarrollados como en desarrollo.

Robert Devlin, Ricardo Ffrench Davis y Stephany Griffith-Jones plantean que los flujos de capital constituyen un instrumento muy importante en el proceso de desarrollo pero que, sin embargo, el carácter intertemporal de las transacciones financieras y lo incompleto de los instrumentos existentes, hace que los mercados tengan un funcionamiento muy imperfecto.

Por ello, los gobiernos tienen que asumir nuevos compromisos relacionados con el mejoramiento de la información, la regulación del sector financiero y una macrogestión amplia y prudente de los flujos financieros internacionales.

Finalmente, **Stephany Griffith-Jones y Barbara Stallings** examinan las características del nuevo sistema financiero internacional, con especial relación a los cambios estructurales de los mercados, la macroeconomía y las modificaciones en las políticas económicas de los países en vías de desarrollo.

Globalización Financiera, Riesgo Sistémico y Control Monetario en los Países de la OCDE()**

La situación presente de la economía mundial es difícil, intrigante y peligrosa. Está forzando a la profesión económica a cuestionar su sabiduría común sin complacencia. La marea del monetarismo está retrocediendo con la gran excepción de su fortaleza alemana lo que no es bueno para Europa. La llamada teoría del ciclo del negocio real debería parecer casi absurda en medio de una recesión financiera inducida. La guerra contra la inflación ha sido marcada por la negligencia de las autoridades monetarias respecto de la inflación de precios de los activos; su subsecuente ineficacia para sacar de la recesión a las economías de los países industrializados se debe principalmente a su inapropiada percepción de la magnitud del ajuste financiero en el sector privado.

19

Sin embargo, la inquietud con el estado de la economía no sorprende. Hemos experimentado extraordinarios cambios estructurales durante dos décadas, especialmente en la esfera financiera. Esos cambios no son pacíficos porque ni el comportamiento microeconómico ni la política gubernamental se pueden ajustar fácilmente a las nuevas condiciones que son destructivas para su entorno. Hay muchos tipos de imperfecciones, las externalidades, el conocimiento limitado sujeto a incertidumbre, lo que convierte los shocks estructurales en dinámicas desestabilizadoras o establece múltiples equilibrios que en algunos casos son muy insatisfactorios.

En este documento quiero subrayar algunas de las interacciones entre los cambios estructurales y los ajustes macroeconómicos. Algunas de éstas están relacionadas con el concepto de fragilidad financiera que conduce al riesgo sistémico. Algunas provienen de los excesos de competencia que pue-

(*) Universidad de Paris X - Nanterre.

(**) Trabajo presentado al Taller sobre la globalización de las finanzas dirigido por Sunanda Sen. Maison des Sciences de l'Homme. 26-28 de noviembre de 1992.

den crear sobreendeudamiento y arriesgar el descuento de emisión. Algunos son inducidos por el rol de la tasa de interés real en un sistema financiero liberalizado en contraste con su función en un sistema administrado.

Para proporcionar un análisis profundo, primero indicaré lo que veo como las principales características de la economía financiera global. Luego, en una segunda sección, plantearé cuáles son las tendencias de la liberalización financiera que son penetrantes y tienen una influencia duradera en la economía global. Finalmente, en las últimas dos secciones, trataré de estimar el desempeño global de los sistemas financieros competitivos y examino la dura tarea de las autoridades monetarias para enfrentar el riesgo sistémico y reimponer los objetivos de política monetaria.

Características Principales de la Esfera Financiera

Tendencias seculares en las finanzas

20

Con frecuencia, los economistas no gozan de una gran memoria. Se refieren al crecimiento de la riqueza real y al crecimiento del endeudamiento, que estuvieron estrechamente unidos durante los años 1950-1990, o si son pesimistas, destacan claves comunes entre la situación presente y la de los años 30, acosados por el fracaso financiero de ese tiempo. Esta no es la alternativa adecuada. Una visión a más largo plazo proporciona otro escenario.

Los sucesos financieros no son monótonos. Se desarrollan a través de largas etapas: por un lado, el endeudamiento financiero, el bajo tipo de interés real, la inversión alta y por otro lado, la consolidación financiera y la cautelosa evaluación del riesgo, la alta tasa de interés real y el frustrado crecimiento de la inversión. Por consiguiente, una base más adedecada de comparación con la situación presente la constituye la última parte del siglo XIX (1873-1897):

- Las tasas de interés real de largo plazo eran permanentemente más altas que las tasas de crecimiento en la mayoría de los países avanzados de aquel tiempo. Por consiguiente, los negocios tuvieron que enfrentarse con duras restricciones financieras. El promedio de la tasa de crecimiento de los recursos productivos fijos estaba limitado al crecimiento del capital en acciones. Cualquier intento de más endeudamiento deprimía las utilidades, puesto que, los costos financieros aumentaban más rápido que el ingreso producido por las empresas. En consecuencia, una etapa de deflación financiera se

caracteriza por una transferencia financiera de prestatarios a prestamistas. Esto pone un obstáculo para el crecimiento y hace de la consolidación financiera un lento y tedioso proceso tanto para los prestatarios públicos como privados.

- La tendencia depresiva de largo plazo no impidió la liberalización financiera ni la movilidad de capital internacional. Sin embargo, existían intereses nacionales incompatibles, incentivos para construir áreas comerciales, integración financiera mundial pero también segmentación del comercio y conflictos.

Sucede que la reestructuración financiera que está ahora en proceso puede ser un cambio duradero en el comportamiento financiero de los agentes económicos. Si quieren reducir su nivel deseado de endeudamiento relativo al ingreso, el ajuste no sólo sería la cancelación de posiciones financieras transitoriamente insostenibles. Sería un cambio de tendencia desde ratios deseados de deuda más alta a más baja en el balance.

Una reversión en el mecanismo de inversión-ahorros

El cambio de una tasa de interés real baja a una alta no es sólo cuantitativa. Supone ajustes opuestos para absorber los desequilibrios macroeconómicos y genera diferentes tipos de equilibrios.

21

En un sistema financiero regulado, las tasas de interés nominal son rígidas porque son controladas por la autoridad monetaria o porque son determinadas por un oligopolio bancario. Si existe un desequilibrio entre el total de los gastos de la inversión planeada y el total de los ahorros voluntarios, digamos un ex ante exceso de inversión, la demanda del crédito aumenta. Se acelera la inflación lo que provoca una caída de la tasa de interés real. Los gastos de la inversión se mantienen y se aumenta el ingreso nominal, lo que genera ahorros más altos que equiparan los gastos de la inversión. El ajuste macroeconómico permite que el crecimiento real sea estable y que los choques sobre las demandas efectivas se absorban mediante tasas variables de inflación.

En un sistema financiero desregulado, el mismo desequilibrio ex-ante activa un ajuste apropiado. El exceso de demanda de inversión producirá una tasa de interés más alta puesto que, el aumento en la tasa de inflación se transfiere a las tasas de interés nominales más altas con mucha rapidez. El ajuste avanza a través de las restricciones marginales de gastos de inversión puesto que la inversión es más sensible que los ahorros, al cambio de la tasa

de interés real. La tasa de inflación es estable porque los mercados financieros desregulados tienen un mecanismo incorporado para verificar la inflación. No obstante, la tasa de inversión es más volátil, más sensible a las condiciones de crédito y al nivel de endeudamiento.

Por lo tanto, si centran la atención exclusivamente en el objetivo de la estabilidad de precios definida precisamente, por ejemplo, que excluya los precios de los activos, las autoridades monetarias no reconocen el cambio básico del mecanismo que logra el equilibrio de ahorro e inversión. Pueden ser inducidas a emprender una guerra obsoleta, en tanto que el problema principal es salir de la larga recesión y mantener viva la poca recuperación.

Una inestabilidad financiera endémica

Lo que es impactante es el amplio campo de la inestabilidad. Ilustra las conexiones financieras creadas por el proceso de la globalización financiera. Los mercados se han diversificado y los sistemas de pagos se han interconectado mediante los mercados de divisas. Los flujos de las transacciones financieras han aumentado inmensamente. Las fronteras entre las actividades financieras se han superpuesto o incluso eliminado; la competencia se ha intensificado entre los diferentes tipos de instituciones financieras.

22

Durante dos décadas se han vivido varios episodios de inestabilidad financiera:

- Crisis de la Bolsa y del mercado de propiedades;
- Extensas crisis de la banca (la crisis secundaria de la banca en el Reino Unido, el desastre de los ahorros y préstamos en Estados Unidos, el colapso del sistema de la banca nórdica);
- Quiebras de grandes bancos individuales (Continental Illinois) o de conglomerados financieros (BCCI, Maxwell);
- Crisis en el mercado interbancario por los efectos externos de los fracasos individuales (Drexell Burnham Lambert, Herstatt);
- Accidentes en los sistemas de pago (Bank of New York).

Aunque con diferentes alcances para las instituciones involucradas y las actividades afectadas, estos episodios tienen en común los ingredientes de dinámicas similares: umbrales críticos, pocas conexiones en las interrelaciones financieras, externalidades, expectativas opuestas, contagios y efectos externos.

Rápido ascenso del riesgo sistémico

El riesgo sistémico es un fenómeno macroeconómico que vincula diferentes fuentes de inestabilidad financiera. Es el resultado involuntario de las externalidades entre las decisiones y los comportamientos de los agentes individuales que actúan bajo la incertidumbre. Las externalidades se originan en tres procesos financieros principales: retiradas de depósitos e incumplimiento en el sistema de pagos; depresiones de los precios de los activos que se extienden de mercado en mercado; subestimación del riesgo y sobre endeudamiento en créditos bancarios.

El resurgimiento de riesgo global ha renovado la atención de las autoridades monetarias por la red de seguridad financiera. La separación entre política bancaria y política monetaria se ha vuelto más esquiva. En un ambiente financiero desregulado existe la necesidad de una visión más amplia sobre el control monetario: iniciar un compromiso entre la eficacia de los mercados, la garantía financiera y la estabilidad de precios.

Las Tendencias Básicas de la Liberalización Financiera

23

El proceso de liberalización financiera es complejo porque no es homogéneo en todos los países. Existe un desarrollo común así como también diferentes modelos de organización financiera que compiten. El concepto de finanzas anglosajón, como industria por derecho propio, está lejos de ser universal. Puesto que existen tipos diferentes de sistemas financieros, que tienen sus propias fallas y sus propias consistencias, el proceso de globalización financiera es difícil de comprender. Hay preguntas muy difíciles de responder. ¿Cuáles son los criterios relevantes capaces de identificar los sistemas financieros consistentes? Esta pregunta significa que uno debe ir más allá de la descripción completa y extensa para lograr una especificación teórica de los modelos de organización financiera. Las preguntas subsiguientes vienen inmediatamente. ¿Son las severas diferencias en la organización financiera compatibles con el fluido funcionamiento de los mercados financieros mundiales? O a la inversa, ¿es la diversidad organizativa un factor de inestabilidad financiera cuando se eliminan las barreras de la competencia?

Analizaré primero el desarrollo común de la liberalización financiera según tres criterios que serán teóricamente justificados en la tercera parte del

documento en que trataré sobre el riesgo sistémico. Los criterios son los siguientes: *desarrollo de los mercados financieros, superposición de actividades financieras, concentración de instituciones financieras*. Los criterios señalan los cambios estructurales que han afectado a cada sistema financiero de los países de la OCDE y a los principios de organización que distinguen a los diferentes tipos de sistemas. Este análisis permitirá en la última parte del documento, clasificar estos tipos financieros combinando los criterios y evaluando su desempeño global.

Desarrollo de los mercados

Hasta el final de los setenta, la importancia básica de los mercados de finanzas era una peculiaridad anglosajona. Estaban mucho menos desarrollados en Europa Continental y en Japón. Estas diferencias estructurales tienen un largo arraigo en la historia financiera.

24 En la tradición anglosajona, las finanzas son una industria por derecho propio que tiene que ganar su rentabilidad valorando públicamente las oportunidades de inversión. El mercado de valores es el corazón del sistema financiero. Las decisiones financieras son tomadas por los gerentes en quienes los dueños de capitales delegan de acuerdo con la relación gerente-agente. En lo que concierne a los instrumentos de deuda, los mercados de valores son muy activos porque los gastos estatales se han financiado durante mucho tiempo mediante emisiones de deuda pública. Una enorme deuda pública pendiente ha generado grandes mercados secundarios que han sido los canales de la política monetaria.

En la tradición continental las finanzas son un servicio especializado dedicado a la financiación de operaciones de inversión interna. El concepto financiero más importante no es el mercado sino el intermediario. El corazón del sistema financiero no es el mercado de valores sino el sistema bancario. La banca y la industria están estrechamente unidas a través de los grupos contractuales de largo plazo, integrados por propiedades cruzadas o control piramidal mediante holdings. Los gastos públicos no siempre son directos. Con frecuencia son financiados por instituciones financieras especiales las que canalizan los ahorros y cuentan con status público o mixto.

Las diferencias entre los sistemas financieros norteamericanos y japoneses son notables en este respecto. (Cuadro 1) Aunque la disonancia de las culturas financieras es increíblemente sorprendente, el sistema japonés se reconstruyó formalmente en conformidad con esquemas norteamericanos e

CUADRO I
LOGICAS DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS

Criterios	Japoneses	Norteamericanos
Legitimación	Satisfacer Comunidad de intereses	Maximizar bienestar social
Coordinación	Horizontal Keiretsu = propiedad cruzada + banco principal + consorcio crediticio	Vertical Relación principal -agente entre empresas y accionistas Evaluación por parte de los Mercados de Valores
Incentivos	Vertical Lealtad al grupo Movilidad interna y promociones de status	Horizontal Valoración del mercado del desempeño individual Movilidad externa y competencia
Controles y sanciones	Prohibición de bancarrota Reorganizaciones lideradas dentro de los keiretsu Banco principal como prestamista casi de	Bancarrotas, reorganizaciones a través de mergers y public offerings en el Mercado de Valores

CUADRO I (Continuación)
LOGICAS DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS

Criterios	Japoneses	Norteamericanos
Eficiencia y seguridad	Los riesgos están asegurados Colusión entre supervisores y supervisados Obligaciones indirectas desconocidas entre miembros del keiretsu	Ética y eficiencia del mercado Información pública Supervisión independiente Control prudencial respecto del riesgo moral
Propósito	Las finanzas sirven a la expansión de largo plazo del keiretsu	Las finanzas como actividad especulativa que busca ganancias

ideas sobre standards de competitividad y ética luego de la Segunda Guerra Mundial.

El cuadro 1 muestra en qué aspectos los dos sistemas son contradictorios no importa qué ítem se compare. Ambos son sistemas consistentes y autónomos pero substancialmente diferentes en todos los conceptos. También se puede encontrar disparidades significativas en Europa entre los conceptos financieros alemanes y británicos.

Considerando la profundidad con que la rivalidad de los principios gobierna la organización de las finanzas no es de extrañarse que los mercados se hayan desarrollado en forma desigual a través de los distintos países. Sin embargo, la crisis mundial de los setenta desencadenó poderosas fuerzas que impulsaron el desarrollo de los mercados hasta fines de los ochenta. Las deudas públicas y privadas subieron desmesuradamente y se inició una búsqueda de financiación no inflacionaria. La inflación generó un manejo más sofisticado de los activos por parte de las empresas y de unidades domésticas; esto le dio un poderoso ímpetu a la diversificación de la demanda. Muchos países deudores querían atraer capital extranjero y tuvieron que eliminar los controles de capital. Lo mismo tuvo que hacerse en los países acreedores de manera que pudieran explotarse las oportunidades de préstamos internacionales.

27

Los diferentes procesos se combinaron para desarrollar los mercados de capitales al por mayor lo que ya es un hecho a nivel mundial. Los mercados monetarios globales están disponibles a un grupo mayor de agentes. Una fuerte competencia entre los mercados financieros mantuvo el momentum de la innovación financiera a nivel microeconómico. En consecuencia, se han establecido conexiones entre los mercados. La competencia entre las Bolsas de Valores se ha beneficiado con la apertura de profesiones financieras, la desregulación de comisiones y la múltiple inscripción de valores. Los Mercados de Valores han sido conectados con derivados (futuros y contratos de opción, swaps) lo que ha favorecido el manejo de los riesgos o ha bajado el costo de la financiación para los prestatarios de alta clasificación. El volumen de las transacciones financieras ha aumentado enormemente, especialmente los instrumentos fuera del balance. Ambos instrumentos, los organizados en las Bolsas como las transacciones con valores realizados fuera de la Bolsa han aumentado con una rapidez asombrosa. En los países con mercados financieros, más grandes del mundo, el valor anual de los pagos de gran magnitud a través de los principales sistemas interbancarios de transferencia de fondos alcanzaron la cantidad asombrosa de 45 a 120 veces el valor del PNB en 1990. El más grande de los saltos ocurrió en Japón y estu-

vo estrechamente ligado a la tremenda especulación de fines de los ochenta en los mercados de valores y bienes raíces.

La consecuencia más importante del desarrollo del mercado para la regulación de los sistemas financieros es el aumento de riesgo del mercado y la manera en que es manejado con los nuevos instrumentos del mercado. En primer lugar, los riesgos del mercado han aumentado con la volatilidad de las tasas de interés y los precios de los activos. En segundo lugar, las técnicas del manejo del riesgo ahora están más diversificadas y son más opacas. Suponen más ítems fuera de balance, lo que hace que el conjunto de exposición de riesgos de los intermediarios financieros sea más difícil de valorar por el mercado o por las autoridades supervisoras. La transferencia del riesgo es más fácil pero muchos instrumentos nuevos del mercado conllevan riesgos eventuales, de manera tal que es imposible saber quiénes son los últimos portadores. En tercer lugar, la gran magnitud de las posiciones abiertas en los mercados interbancarios y los sistemas de pago interbancarios armonizan con las grandes cantidades de transacciones financieras. La actividad del mercado induce a riesgos de créditos de naturaleza sistémica porque se incorporan a las redes bancarias. Las externalidades inherentes al funcionamiento de estas redes propagaron los riesgos individuales a través de exposiciones indirectas de terceros y procedimientos de participación del riesgo.

28

Superposición de las actividades financieras

Al igual que la importancia de los mercados, el campo de las actividades financieras y su asignación entre los bancos y el sector no bancario son objeto de una vívida controversia. Es el segundo principio organizativo del sistema financiero. El conflicto de doctrina opone la banca con volumen escaso de operaciones con la banca universal. El primer principio fue adoptado por Estados Unidos con la Ley Bancaria de 1933 e impuesta a Japón después de la guerra. Pero este país evitó las limitaciones, uniendo la banca y el sector no bancario dentro de los grupos financieros. Estados Unidos aún se encuentra en medio de una amarga lucha entre lobbies en el Congreso para decidir cuánta superposición debe permitirse para garantizar una competencia justa entre la banca y el sector no bancario. Aunque la reforma de la banca es urgente y está bien fundada todavía está sin definir. En contraste, el segundo principio es dominante en Europa Continental. La segunda directiva bancaria de la Comunidad lo ha promovido oficialmente. Los argumentos teóricos en favor de uno u otro principio son substanciales en ambos aspectos, resal-

tando el hecho que no hay nada como una estructura óptima en finanzas. La elección de un principio organizador es muy política.

Los defensores de la banca con escaso volumen de operaciones dan énfasis a las siguientes ventajas. Esta banca restringida prohíbe a los bancos comerciales abandonarse al comercio de activos, limita severamente a los titulares de las acciones y en forma más general todas las actividades de inversión bancaria como el "underwriting". En consecuencia, la separación de actividades protege al banco de la volatilidad de los precios de los activos lo que podría dañar el valor de su balance en momentos de deflación del precio de los activos. También tiene la ventaja de evitar el conflicto de intereses entre la visión de un acreedor y la visión de un accionista de una empresa morosa. Permite a los gerentes de un banco ser más libres para fijar la atención en su seguridad y su rentabilidad. Finalmente, limita los riesgos crediticios porque mantiene a los bancos comerciales exentos de proyectar la financiación y todo tipo de préstamos de largo plazo.

Los fanáticos de la banca universal basan sus argumentos en la naturaleza asimétrica de la información entre los acreedores y los deudores en los mercados de clientes. La banca universal puede mejorar la calidad de la información sobre los prestatarios y así la calidad del crédito porque los bancos pueden establecer relaciones de largo plazo con sus clientes si ellos proporcionan un gran menú de servicios financieros. Los bancos logran una posición de confianza lo que los habilita de alguna manera a superar la falta de información pública relevante. Esto significa que la banca universal puede definir los contratos de préstamo para que los deudores se inclinen por descubrir su verdadera información, evitando así en forma efectiva un fracaso del mercado. Las relaciones duraderas estriban en la complementariedad entre los bancos como administradores del dinero, encargados de los pagos y de las cuentas a plazo de sus clientes y los bancos como intermediarios financieros, que invierten en conocimiento idiosincrásico no comerciable y que monitoreen los préstamos individuales para mantenerlos funcionando hasta su vencimiento.

Aunque la diferencia entre banca restringida y banca universal sea definida y clara, el desarrollo de los mercados ha estrechado la competencia entre la banca y el sector no bancario. La primera ha sufrido fuertes presiones sobre sus utilidades de ambos lados de su balance: por el lado de los activos ha perdido negocios de sus mejores clientes y ha tenido que sustituir los activos más riesgosos y aumentar sus tenencias de valores; por el lado de las obligaciones ha perdido parte de sus depósitos más importantes y ha tenido que sustituir los recursos del mercado de más alto costo por unos de más bajo costo para consolidar los activos más volátiles y riesgosos.

El cuadro 2 muestra que la presión de la competencia ha afectado por igual a los sistemas de banca restringida y universal. Pero los últimos (Francia, Italia, Alemania) han podido sostener mejor la presión sin muchos fracasos bancarios o demasiada asistencia por parte de los bancos centrales o las autoridades supervisoras.

CUADRO 2
UTILIDADES SIN DESCONTAR IMPUESTOS
EN LOS BANCOS COMERCIALES
(Promedio del período en porcentaje de activos)

	1981-89	1990-91
Estados Unidos	0,83	0,73
Japón	0,62	0,40
Alemania	0,58	0,49
Francia	0,38	0,28
Italia	0,89	0,82
Reino Unido	0,83	0,65

FUENTE: Fuentes nacionales, Bank of England.

Podemos observar, sin embargo, que Japón y el Reino Unido, los países donde la burbuja especulativa y la subsecuente depresión económica de precios de los activos han sido las más severas, son también los países con la disminución más drástica de utilidades para sus bancos. Mientras más han estado bajo el fuego de la competencia por parte del sector no bancario mayor ha sido el desarrollo de una estructura financiera frágil. Para proteger su participación en el mercado han subvalorado el riesgo y han estrechado los márgenes de ganancia. Para enfrentar la competencia han escogido demasiado rápido líneas de negocios poco familiares como para aprender en forma segura. Por consiguiente, han construido un exceso de capacidades y han permitido que se produzcan estructuras desequilibradas de activos de capital sin verificar. Cuando la subida de las tasas de interés del mercado monetario a fines de los ochenta activaron la deflación del precio de los activos, la oculta fragilidad de su estructura financiera fue revelada en forma

repentina. La consolidación se hace más difícil para los bancos sobreexposados debido al standard de requerimientos de capital que es lo primero impuesto en el momento menos indicado. Es por esto que los bancos han estado reduciendo los créditos, reafirmando los riesgos de crédito, aumentando los márgenes de interés sobre el crédito, emitiendo deuda subordinada y vendiendo activos "titularizados" para reestructurar sus balances. El mejorar la calidad de los activos, controlar la expansión de la magnitud global de los activos, consolidar posiciones financieras es todo parte de un cambio drástico en las estrategias de los bancos que van a tener una dura influencia depresiva en la oferta de crédito agregada.

Concentración de las instituciones financieras

La concentración es la tercera característica básica de un sistema financiero que interfiere con la competencia y la seguridad. La concentración es también una tendencia en la reestructuración financiera que va con el proceso de globalización. Existen diferentes tipos de concentración porque esta tendencia se entrelaza con las tendencias antes expuestas, por ejemplo el desarrollo de los mercados y la superposición de actividades financieras.

Por ejemplo, en Alemania el sistema financiero ha sido el menos frágil hasta ahora porque las innovaciones del mercado han sido verificadas por un estable control monetario y una eficaz banca universal que proporciona servicios al cliente de manera tal que no tenga que buscar nada en ningún otro sitio. Puesto que los bancos son universales, la concentración puede ser esencialmente horizontal. Los índices de concentración son bajos gracias a la implantación de una compacta red de bancos de ahorros públicos y bancos de ahorros mutuos. Sin embargo, existe también un oligopolio estable de bancos comerciales privados muy poderosos. La estructura dual del mercado bajo el principio homogéneo de banca universal ha proporcionado un sistema financiero que parece haber golpeado el sólido compromiso entre la eficacia en la asignación y el bajo grado de riesgo sistémico. No obstante, es posible que una integración financiera más profunda en Europa pueda desestabilizar el sistema si fuese imposible verificar el desarrollo del mercado. Para mantener el alto grado de estabilidad a que los alemanes están acostumbrados, podría ser necesario que la concentración aumentara en la banca.

En Japón, la banca restringida es una organización institucional que se impuso a una cultura financiera completamente diferente a esta concepción. Este extraño remanente de la dominación norteamericana ha sido fácilmente

evitado por la concentración de conglomerados, keiretsu, la estructura japonesa poco integrada de grupos financieros.

La concentración de conglomerados llegará a ser una importante tendencia de globalización financiera. Por una parte, en muchos países, excepto en Alemania hasta ahora, los bancos han perdido los recursos estables porque los ahorros se han reasignado a los inversores institucionales (seguros de vida y fondos de pensiones) o se han desviado a fondos mutuos competitivos. Pero por otra parte, la banca es la actividad que está capacitada para seleccionar y monitorear el riesgo empresarial, que nada tiene que ver con el manejo de los activos financieros hecho por inversores institucionales. Si los bancos tienen una especialización vital para una creciente economía innovadora y no controlan directamente el capital para desempeñar su función social, tienen que hacer nuevas alianzas con instituciones no bancarias. La concentración de conglomerados podría ser un distintivo de la banca universal, no expuesto en forma tan evidente como en Alemania, sino más disimulado como en el Reino Unido o en Japón. Sin embargo, como lo demostró el fracaso del BCCI y Maxwell, los conglomerados financieros internacionales son muy difíciles de supervisar y éstos conllevan riesgo sistémico dentro de su opaca red de obligaciones ocultas.

32

Riesgo Sistémico y Estructuras Financieras

El riesgo sistémico proviene de los riesgos individuales no independientes. Las reacciones individuales a la dependencia mutua de los riesgos crean externalidades endógenas. Estas se expresan mediante las interconexiones entre las posiciones financieras que producen efectos de cadena entre los riesgos crediticios. También se presentan por las fallas en la coordinación entre las acciones individuales (imitación, contagio, riesgo moral, selección adversa). Suponen complementariedades estratégicas porque las decisiones individuales que se toman en forma racional en el supuesto de que las otras tienen un comportamiento inalterado, se refuerzan mutuamente (retroalimentaciones positivas) cuando las otras también lo hacen.

Las externalidades, que se refuerzan a sí mismas, tienen propiedades dinámicas peculiares. Muestran una dependencia respecto de las condiciones iniciales que se revelan mediante la presencia de umbrales críticos. Al aproximarse esta discontinuidad, una pequeña variación de una variable de estado puede activar un cambio mayor en una variable instrumental. Por ejemplo, una pequeña modificación en la tasa de interés en el mercado monetario

puede cambiar las frágiles posiciones bancarias financieras a una situación donde los bancos ya no pueden transferir el aumento en los costos a sus tasas de crédito porque la calidad del crédito disminuiría más que el aumento de los intereses del ingreso. Tienen que cambiar abruptamente de un régimen de racionamiento del precio a un régimen de racionamiento de la cantidad.

Cuando se construyen tales dinámicas en un sistema financiero, el concepto de equilibrio económico tiene que formularse de nuevo. Existen múltiples equilibrios, todos los equilibrios son caminos dependientes y muy variados: puntos fijos, ciclos estacionarios, pseudo-ciclos irregulares autosuficientes, caos no explosivos.

Sucede que existen equilibrios *normales* y *anormales*, conforme a algunas funciones del bienestar social, a algunas preferencias gubernamentales o a cualquiera que sea la guía económica de política. Uno hablará de equilibrios organizativos o reglas que no generan equilibrios, puesto que los principios organizativos del sistema financiero y las pautas de política económica pueden influenciar los procesos que conducen a un tipo de equilibrio o a otro.

Esta estructura permite entender el riesgo sistémico como resultado de dinámicas que conducen a equilibrios anormales. Para enfrentarse con el riesgo sistémico, las autoridades deberían estar capacitadas para establecer reglas, manejar políticas monetarias y eventualmente intervenir en última instancia para frustrar las externalidades que desvían el sistema financiero más allá del umbral crítico donde la propagación de los ajustes microeconómicos se vuelven perversos.

Para aplicar la estructura, definiré los principales procesos que alimentan el riesgo sistémico y confrontaré los procesos perturbadores con los criterios de la organización financiera. Entonces estaré en condiciones de proporcionar un claro discernimiento acerca de la naturaleza interna de la robustez o la fragilidad inherente a las diferentes estructuras financieras.

Las principales dinámicas del riesgo sistémico

Existen tres dinámicas principales que suponen riesgo sistémico que si no se verifican pueden conducir a un equilibrio anormal. Estas son las siguientes: la retirada de depósitos o la interrupción del sistema de pagos interbancarios, la inestable trayectoria del precio de los activos y la interrupción de la oferta de crédito bancario.

La retirada de los depósitos o la interrupción del pago en la red de pagos interbancarios es el proceso más conocido que lleva hacia la crisis financiera. Conduce a un equilibrio anormal a nivel macro puesto que destruye las reservas bancarias lo que induce a una contracción múltiple del dinero. La concentración en la banca puede ser fuerte respecto a este tipo de externalidades por dos razones: la probabilidad de redepositar es mayor cuando un banco ha desarrollado en exceso la creación de dinero, la expectativa de un rescate. Así opera un sistema de pagos bien organizado. Es sinónimo de un grupo de reglas bien definidas: aplicar un principio de irrevocabilidad para prevenir efectos en cadena activados por omisiones múltiples; elegir agentes de pago financieramente seguros con acceso directo al prestamista en última instancia; establecer reglas claras respecto de la pérdida de participación entre los miembros para mantener el riesgo moral bajo control.

34

La depresión del precio de los activos extendida de mercado en mercado, después del estallido de una burbuja especulativa es la fuente de riesgo sistémico más probable en un sistema financiero con mercados muy desarrollados. La deflación del precio de los activos destruye la riqueza financiera. La calidad de los activos bancarios disminuye precipitadamente porque los bancos tienen una parte substancial de los activos transables en sus carteras o porque han prestado, en forma considerable, a los titulares de los activos anticipándose a una apreciación permanente del precio. Además, la liquidez de ciertos “market makers” puede verse comprometida lo que proporciona un canal para extender la inestabilidad entre los mercados subyacentes y derivados. La disolución del arbitraje es posible que suceda, lo que produce una reacción por parte de los comerciantes teniendo que vender posiciones cortas que ya no se pueden sostener. Se puede llegar a un equilibrio anormal a nivel macro si un vuelo hacia la calidad induce a una subida general de los tipos de interés reales. Un sistema financiero segmentado con una banca restringida rigurosamente reforzada, o un sistema financiero con la banca universal y mercados financieros rigurosamente regulados pueden ser fuertes ante este tipo de riesgo sistémico.

La excesiva competitividad por la participación en el mercado de la banca, con una amplia extensión de la subvaloración del riesgo y la sobre extensión del crédito, es el tercer tipo de riesgo sistémico. Este se descubre cuando los bancos observan la mala calidad en sus activos y en forma colectiva valora nuevamente su riesgo. En forma conjunta, reducen su crédito y suben las tasas de interés para hacer disposiciones para las altas probabilidades de omisión sobre sus activos. El equilibrio anormal pro-

viene de un “credit crunch” (racionamiento indiscriminado). Los prestamistas y los prestatarios por igual tienen que ajustarse a la nueva estructura de costo crediticio, tratando de bajar su endeudamiento para mejorar sus posiciones financieras y siendo excesivamente cautelosos en lo que concierne al nuevo crédito. Macroeconómicamente, tanto la demanda agregada como la oferta son funciones del contrato de crédito. Sólo las reglas prudenciales bien definidas, la estructura moderadamente competitiva de la banca y la supervisión eficiente pueden prevenir este tipo de riesgos sistémicos.

Los tipos de estructuras financieras y el dilema entre la competencia y la seguridad

Los sistemas financieros se pueden comparar en un espacio tridimensional. Las tres dimensiones constituyen el grado de importancia de los mercados (medida por el peso de la financiación a través de los mercados en la deuda total por pagar de los agentes no financieros), el grado de superposición entre los bancos y el sector no bancario (medido según una escala entre el extremo de separación total y la banca universal total), el grado de concentración en la banca (medido con un índice apropiado de concentración).

35

El análisis del riesgo sistémico señala un dilema entre la competencia y la seguridad. La competencia severa puede fomentar la eficacia micro en la asignación de capitales. Los sistemas muy regulados preservan la estabilidad macro. El dilema refleja los siguientes principios organizativos de los sistemas financieros:

- *existe una estructura que despliega el máximo de vulnerabilidad al riesgo sistémico: combina los mercados muy desarrollados, la separación mínima entre los bancos y el sector no bancario lo que expone a los bancos comerciales a la inestabilidad de los mercados, y la baja concentración en la banca lo que permite que los bancos sean vulnerables a la retirada de los depósitos. No es de extrañarse si esta estructura coincide con el sistema norteamericano de la década de los 20 y de comienzos de los 30. Estados Unidos podría haber reformado su sistema mediante la reducción del rol de los mercados o aumentando la concentración en la banca. Ambos caminos se cerraron por ideología o intereses colusorios que hicieron lobby en el Congreso. La separación entre los ban-*

cos comerciales y las otras instituciones financieras fue la única solución posible. Fue el fundamento de la Ley Glass-Steagall. Pero la liberalización financiera ha corroído el rumbo de este principio organizativo. El riesgo sistémico no ha tardado en volver al frente. Por consiguiente, EE.UU. no tiene otra alternativa que estimular la concentración a través de fusiones y ramificaciones en todo el país.

- *existe una estructura que despliega el máximo impedimento para la competencia*: combina los mercados financieros muy limitados y subordinados, la alta concentración en la banca y un grado de separación entre los bancos y el sector no bancario. Tal sistema se segmenta en diferentes canales de financiación manejados por intermediarios financieros no competitivos (el sistema corporativo de Italia aún en funcionamiento y el sistema francés hasta fines de los 70). Tales sistemas son microeconómicamente ineficaces porque el costo del crédito está plagado con rentas de oligopolio. Pero no hay ningún riesgo sistémico e incluso se evitan fallas en los bancos individuales. El sistema también está bien adecuado para una política selectiva de crédito y por un control monetario directo mediante la disponibilidad de crédito bancario. No es de extrañarse si este sistema ha sido reformado en Francia mediante una desregulación que aumentó marcadamente la importancia de los mercados y reforzó la banca universal.
- *La peculiaridad del sistema financiero alemán aparece evidente*. Existe un compromiso original entre la eficacia y la seguridad. Pero depende muy fuertemente de la contención de sucesos en el mercado. Si esta actitud ya no es sostenible por más tiempo en el nuevo mundo mercantil financiero europeo, los alemanes no tendrán otra alternativa que fortalecer la concentración de su sistema bancario puesto que ciertamente mantendrán su banca universal.
- El camino de los diferentes países a través del tiempo muestra el impacto estructural de la globalización financiera: *más mercados suponen más concentración y reorganización de las finanzas hacia la banca universal directa o hacia los conglomerados financieros*. Este dilema es irreductible porque la desregulación significa mayor riesgo sistémico. Esta es la razón por la que el control monetario también está en un proceso de reforma substancial.

La Red de Seguridad Financiera y el Control Monetario

El debate sobre la seguridad financiera es poco claro porque trae a colación la función del prestamista de última instancia de lo que los bancos centrales son renuentes a hablar. Sin embargo, existe un sentido de urgencia. La separación entre la política bancaria y monetaria que operó bien antes de la liberalización financiera ha comenzado a desmoronarse. Los banqueros centrales se encuentran en la búsqueda de una doctrina que no arriesgue su prioridad máxima de la estabilidad de precios pero que pueda manejar eficazmente las externalidades inherentes del riesgo sistémico. El desorden de la política monetaria en Estados Unidos y en Japón son buenos ejemplos del problema.

El fracaso de la dicotomía entre la política bancaria y monetaria

En los sistemas financieros rigurosamente regulados después de la Segunda Guerra Mundial y durante la era de crecimiento hasta mediados de los años 70, el prestamista de última instancia estaba dedicado a la política bancaria. Además, se separó la política bancaria de la monetaria. Esta separación es fácilmente concebible a nivel teórico. La política bancaria supone una estructura de activos manejada por el banco central. La política monetaria incluye la magnitud de los activos cuya contrapartida correspondiente es la base monetaria. Pero existe una gran diferencia entre una posibilidad teórica y una viabilidad práctica. Esta última depende de la estructura del sistema financiero.

En el período 1950-75 la estructura financiera se adaptó para la dicotomía entre las responsabilidades del Banco Central. Por una parte, los mercados de activos eran insignificantes en la mayoría de los países, o se estabilizaron indirectamente por medio de una buena mezcla de políticas. Por otra parte, aún cuando los mercados de activos jugaron un rol significativo en la actividad financiera económica, a los bancos comerciales se les prohibió el intercambio o el manejo del riesgo y de los volátiles activos. Por consiguiente, la fuente del riesgo sistémico proveniente de las fluctuaciones de los precios de los activos no se diseminaron más en el sistema bancario.

Además, la retirada de los depósitos bancarios fue innecesaria con la existencia de los esquemas de los seguros de depósitos formales o con el conocimiento común de que el Banco Central no permitiría que un banco

poderoso fuese a la quiebra en un sistema bancario concentrado. Podría haberse pensado que esta fuente tradicional del riesgo sistémico era cosa del pasado.

Sólo el tercer proceso del riesgo sistémico permaneció como posible fuente activa; es el fracaso del banco individual debido a los riesgos individuales de crédito, lo que provoca la pérdida de confianza en el sistema bancario en conjunto o induce a otros bancos a ser más cuidadosos con sus políticas de créditos. Lo que debería hacerse sería prevenir que los fracasos de los bancos individuales tuviesen efectos externos adversos sobre otros bancos. El principio “demasiado grande para fallar” surgió en forma natural. La doctrina del prestamista de última instancia fue ayudar a los bancos no solventes y esterilizar la creación de dinero, si existiese, con el objeto de aislar la política monetaria.

38

Esta doctrina se ha vuelto inadecuada porque el desarrollo de los mercados ha reactivado una fuente de inestabilidad que hace que los bancos sean frágiles, pero que no origina imprudentes políticas de crédito de los bancos individuales. Por ejemplo, se puede discutir si la política de la deuda de los bancos internacionales era sostenible o no hasta 1979. Pero no se puede discutir que el shock creado deliberadamente en el mercado monetario internacional por la política de EE.UU., empujó a los países deudores a la insolvencia. Además, la competencia entre los bancos y el sector no bancario y la reactivación de los conglomerados financieros hacen que el principio “demasiado grande para fallar” sea irrelevante puesto que no discrimina. Si los Bancos Centrales no elaboran una nueva doctrina, acabarán por participar en cualquier asunto financiero o incluso no financiero.

Pero había sólo una doctrina claramente definida disponible que no es factible en las estructuras contemporáneas financieras. Es la antigua y clásica doctrina de Bagehot sobre el prestamista de última instancia. Para manejar los riesgos sistémicos al tiempo de negar el riesgo moral, la doctrina distingue cuidadosamente entre liquidez e insolvencia. Aconseja prestar libremente con una tasa impuesta a cualquier agente económico que tuviese buena garantía colateral —o considerado así antes de la crisis— para demostrar que éste era ilíquido pero solvente.

La doctrina podría operar porque la política monetaria en un sentido moderno no existía. El precio promedio de la estabilidad se tomó por descontado en el ciclo del negocio en la medida que el dinero se fijara al patrón oro. Todo lo que los Bancos Centrales tenían que hacer era preservar las condiciones financieras en los mercados financieros abiertos. Ello se apren-

dió a hacer mediante la manipulación de la tasa bancaria cuyo impulso fue directamente transmitido a los mercados por las casas de descuento.

La estabilidad hoy en día ya no es el resultado de un mecanismo, es la prioridad máxima de la política monetaria. Además la supervisión prudencial está mucho más desarrollada que en el tiempo de Bagehot y está en gran medida bajo la responsabilidad de otras instituciones y no en los Bancos Centrales. Esta es la razón por la que la consistencia entre la política monetaria y la estabilidad financiera ya no se puede dar por hecho. Lo que realmente significa la estabilidad de precios es una pregunta que se responderá si una doctrina consistente es alguna vez explicada en forma clara.

La experiencia de los años 80 es ilustrativa en este punto. Sabemos que los excesivos cambios en los tipos de interés para lograr la estabilidad de precios en un sentido restringido puede perturbar el precio de los activos y las tasas de interés, amenazando con alterar la estabilidad que se pensó alcanzar, como lo aprendió el Reino Unido a fines de los años 80. Además, con altas tasas de interés ambos agregados monetarios, debido a sustituciones en la cartera y la oferta de crédito debido a préstamos más arriesgados, pueden ser más inestables.

La organización multi-nivel de la red de seguridad

39

Los banqueros centrales no quieren exponer claramente una doctrina monetaria que abarque la prevención de riesgo sistémico. Prefieren acudir a la llamada ambigüedad constructiva. Pero invierten fuertemente en políticas prudenciales para construir una red de seguridad que permita satisfacer los desafíos de las finanzas globales. Esta es básicamente una estructura institucional de tres niveles.

En el nivel más profundo, el problema es idear reglas que induzcan al sabio manejo del riesgo sin dañar la innovación fructífera. Como Keynes una vez señaló, las reglas bien concebidas deberían fortalecer el espíritu empresarial y desincentivar la especulación. Pero los críticos que han anunciado el standard de la adecuación de capital demuestran lo difícil que es establecer reglas que conlleven esquemas incentivadores bien definidos. Con demasiada frecuencia, las reglas que parecen ser bastante razonables están vinculadas a reacciones adversas. Es imposible esperar que una regla no genere seguridad financiera. Deben inventarse y reforzarse otros mecanismos prudenciales.

Fortalecer la disciplina del mercado es un requisito que fue bastante escaso en las crisis de fines de los años 80. El requerimiento es implementado en forma diferente en los mercados organizados y en los mercados más

informales. En los primeros, es posible separar la liquidez y los riesgos de crédito porque las Cámaras de Compensación son “market makers” bien identificados que pueden reforzar las reglas de sus miembros, y el funcionamiento de las Bolsas pueden incluir procedimientos tales como, “circuit breakers”, manejo del pánico o de accidentes. En los segundos, el riesgo crediticio y el riesgo de la liquidez se entrelazan y no es posible librarse fácilmente del riesgo moral, porque las asimetrías de información están presentes en todas partes. El rol de la supervisión es indiscutible e indispensable. La supervisión debería estar mucho más desarrollada internacionalmente y mucho mejor coordinada a través de las diferentes profesiones, si se alcanza alguna vez un control consolidado de los conglomerados financieros. La supervisión debería tener dos propósitos: elaborar diagnósticos anticipados de las instituciones frágiles y del desarrollo de los mercados insostenibles por un lado, y por el otro diseñar reorganizaciones que minimicen el costo.

40

Los antes mencionados niveles institucionales no hacen innecesarios a los prestamistas de última instancia. Pero si son eficaces, pueden contener el riesgo moral inherente a cualquier ayuda de éstos o incluso la presunción de que el prestamista de última instancia intervendrá. Esta es la razón por la que todos los niveles de la red de seguridad se tejen en forma compacta. Los Bancos Centrales deberían tener una actividad para reglamentar en conjunto con organismos profesionales y autoridades supervisoras. El prestamista de última instancia y las autoridades supervisoras tienen que trabajar en forma conjunta. La supervisión es eficaz si está cerca de los mercados y si establece adecuados incentivos para los “market makers”. Pero la supervisión debe ser coordinada por el prestamista de última instancia para obtener una evaluación global apropiada de la situación financiera en crisis. Puesto que un diagnóstico cuidadoso es la base para obtener una decisión sobre la intervención apropiada: si, cuándo, cómo, a quién, hasta qué punto, con qué garantías. Para responder las preguntas relevantes pertinentes, la coordinación no puede ser ad hoc. Se debería institucionalizar a través de líneas de comunicación meticulosamente cuidadas y armoniosos métodos de investigación.

Sthephany Griffith-Jones(*)

Globalización de los Mercados Financieros y el Impacto de los Flujos hacia los Países en Desarrollo: Nuevos Desafíos para la Regulación ()**

Introducción

En este documento se comienza describiendo las recientes tendencias en los mercados financieros privados, tanto globalmente así como en los países en vías de desarrollo. Más adelante, se analizan los cambios estructurales que han ocurrido en los mercados financieros mundiales privados —en particular el que resulta de la desregulación y liberalización— e intenta evaluar sus beneficios y costos. Basado en este análisis se intenta definir el aumento y el cambio de naturaleza del riesgo, particularmente de tipo sistémico. Se hace especial referencia a los riesgos, en la forma que afectan a los países en vías de desarrollo. Luego se examinan algunos de los aspectos más relevantes de la respuesta —supervisora y reguladora— a los cambios en los flujos financieros y, sobre todo, a los cambios en el riesgo percibido que éstos generan. Finalmente, se obtienen conclusiones y se ofrecen sugerencias respecto de políticas, las cuales van desde las ampliamente aceptadas (pero no llevadas a cabo) hasta las que serían más innovadoras.

41

Recientes Tendencias en los Mercados Financieros Privados y en los Flujos a Países en Vías de Desarrollo

Globalmente, en 1992 los préstamos recibidos de los mercados de capitales internacionales continuaron su rápido aumento por segundo año consecu-

(*) Instituto de Estudios de Desarrollo de la Universidad de Sussex

(**) Un borrador anterior de este trabajo fue presentado a la Conferencia de Fondad sobre Reformas del Sistema Financiero Internacional en junio 1993, en La Haya, Holanda.

tivo; en 1991 hubo un rápido incremento (de un 20,7%) en el volumen agregado de los flujos de capital internacional; en 1992 hubo un nuevo aumento de un 16,2% (véase cuadro 1). De hecho, en 1992 el total global de los préstamos equivalió a un nivel 54% más alto que el de 1987!

CUADRO I
PRESTATARIOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES
DE CAPITALES
COMPOSICIÓN DE LOS DEUDORES
(Miles de millones de dólares)

Prestatario	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Países de la OCDE	349.6	413.8	426.5	384.4	457.9	535.7
Países desarrollados	26.3	22.5	21.8	28.6	46.2	47.3
Este de Europa	3.7	4.6	4.7	4.6	1.8	1.5
Otros	13.3	12.6	13.5	17.3	19.0	25.2
Total	392.9	453.6	466.5	434.9	524.9	609.7
Tasa de crecimiento						
anual (%)	—	15,7	2,8	-6,8	20,7	16,2

42

FUENTE: OECD, Financial Markets Trends, Vol. 54, February 1992, pag. 7.

Aunque los préstamos recibidos de los mercados de capital internacional por los países en vías de desarrollo continuaron en aumento en 1992 hasta llegar a su más alto nivel desde comienzos de la década de los 80, el crecimiento (2,3%) fue insignificante en términos reales, de acuerdo con las estimaciones de la OCDE. También fue *bastante más bajo* que el crecimiento en 1991, cuando se reportó que los países en vías de desarrollo habían tenido un aumento de un 62% en el volumen de los préstamos recibidos de los mercados internacionales de capital, de 28.600 millones de dólares a 46.200 millones (véase nuevamente el cuadro 1). Al compararlo con el nivel de 1987, los préstamos a los países en desarrollo equivalieron a un nivel 80% más alto que el nivel de 1987. De este modo, el incremento de los préstamos

a los países en vías de desarrollo ha sido muy superior al de los flujos globales en el período de 1987-1992.

Si examinamos la participación de los préstamos a los países en vías de desarrollo en el total mundial, esta participación primero descendió de un 6.6% en 1987 a un 4.7% en 1989, aumentó a un 6.6% en 1990, aumentó aún más (9%) en 1991, sin embargo, disminuyó algo en 1992.

En realidad, fue el crecimiento de los préstamos a los países de la OCDE lo que explica prácticamente todo el rápido crecimiento de los préstamos globales en 1992, considerando que en 1991 los préstamos a los países en vías de desarrollo contribuyeron en forma muy significativa a este crecimiento.

Globalmente en 1992, como en años anteriores, el principal dinamismo no vino de los préstamos sindicados (que permanecieron aproximadamente al mismo nivel que en 1991), sino que se originó en el incremento de los títulos y "non underwritten facilities" (véase cuadro 2).

CUADRO 2
MODALIDADES DE ENDEUDAMIENTO EN LOS MERCADOS
INTERNACIONALES DE CAPITALES
(Miles de millones de dólares)

43

	1988	1989	1990	1991	1992
Títulos	234.8	263.8	237.2	321.0	357.2
Préstamos	125.5	121.1	124.5	116.0	117.9
"Committed backup facilities"	16.6	8.4	7.0	7.7	6.7
"Non-underwritten facilities"(1)	76.6	73.2	66.2	80.2	127.9
Total	453.5	466.5	434.9	524.9	609.7
Tasa de crecimiento anual (%)	15,4	2,8	-6,8	20,7	16,2

FUENTE: OECD, Financial Markets Trends, Vol. 54, February 1992, pag. 87.

(1) Incluido Papel Eurocomercial.

CUADRO 3
TIPOS DE PRESTAMOS A PAISES EN DESARROLLO
(DEFINICIÓN DE LA OCDE)
(Miles de millones de dólares)

Instrumentos	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Bonos	3.1	4.2	2.6	4.5	8.3	14.0
Títulos de renta variable	0.0	0.3	0.1	1.0	5.0	7.2
Préstamos sindicados	20.1	17.4	16.2	19.8	26.7	16.5
“Committed borrowing facilities”	1.3	1.3	0.9	2.1	4.5	1.3
“Non-underwritten facilities”(1)	1.8	1.2	2.0	1.2	1.7	7.9
Total	26.3	22.5	21.8	28.6	46.2	47.3

44

FUENTE: Financial Markets Trends, Vol. 54, February 1993, p. 87.

(1) Véase, por ejemplo, World Bank, *Global Economic Prospects and the Developing Countries*, 1993, p.35-36

Como puede apreciarse al comparar los cuadros 2 y 3, los países en vías de desarrollo parecen seguir tendencias similares a las globales, disminuyendo la importancia de los préstamos sindicados, (especialmente acusada en 1992) y con definidos aumentos en valores (particularmente importante en 1992 en bonos, pero también reflejando un continuo gran aumento en títulos de renta variable). También es digno de atención que los “non underwritten facilities” (lo que incluye los efectos comerciales en eurodivisas) aumentaron notablemente en 1992, logrando el mismo nivel que los títulos de renta variable.

Cabe notar que, de acuerdo con otras fuentes tales como el Banco Mundial¹ que ha hecho grandes esfuerzos para tener una completa cobertura de estos nuevos flujos a los países en vías de desarrollo, las cifras de los flujos privados de cartera para los países en desarrollo son algo más elevadas. Así, de acuerdo con las recientes estimaciones del Banco Mundial, (Banco Mun-

¹ Véase, por ejemplo, Banco Mundial *Global Economic Prospects and the Developing Countries*, 1993, págs. 35-36.

dial, op.cit.) *los flujos brutos de cartera privada a los países en vías de desarrollo* crecieron explosivamente desde 1989; de hecho, estos flujos que en promedio estuvieron durante el período 1982-88 *bajo los 6.000 millones de dólares anuales*, según estimaciones del Banco Mundial, crecieron a unos 34.000 millones en 1992.

Según se informa, el aumento fue mayormente hacia unos pocos países en América Latina, donde el flujo bruto de títulos de renta variable ha crecido más de diez veces en cuatro años (principalmente por la vía de los ADRs y GDRs) (Certificado de Depósito Norteamericano, ADR, y Certificado de Depósito Global, GDR) de unos 434 millones de dólares en 1989 a una estimación de 5.600 millones en 1992, y en donde el financiamiento por bonos tuvo un incremento de casi quince veces más, de unos 833 millones de dólares en 1989 a unos 11.700 millones en 1992 (véase cuadro 4).

CUADRO 4
INVERSIONES DE PORTAFOLIO EN AMÉRICA LATINA 1989-92
(Millones de dólares)

Tipos de inversión	1989	1990	1991	1992(1)
Inversiones en títulos del exterior de las cuales	434,0	1.099,0	6.228,0	570,0
Fondos Cerrados	416,0	575,0	71,0	293,0
ADRs/GDRs	(2)	98,0	4.697,0	4.377,0
Inversiones directas				
en acciones	18,0	426,0	760,0	900,0
Bonos	833,0	2.673,0	6.848,0	11.732,0
Papel comercial	127,0	0,0	1.212,0	840,0
Certificados de depósitos	0,0	0,0	670,0	100,0
Total	1.394,0	3.772,0	14.958,0	19.243,0

FUENTE: Estimaciones del Banco Mundial

(1) Estimado.

(2) No disponible.

Aunque el aumento de los flujos de valores hacia los países en vías de desarrollo (especialmente hacia América Latina) ha sido impresionante, (si bien interrumpido por la crisis mexicana) algunos analistas sostienen que estos niveles podrían ser mantenidos o incluso incrementados, al menos hasta finales de este siglo². Este tipo de estimaciones “optimistas” están basadas en proyecciones agregadas utilizando hechos tales como: total de activos de los fondos de pensiones, fondos de seguro de vida, fondos mutuos y otros que alcanzan los 14 trillones; la proporción de estos activos invertidos en los mercados de valores de los países en desarrollo es en promedio menos del 5% de las tenencias de valores extranjeros y *menos de un 25% de sus activos totales*; un incremento en esta participación de los activos institucionales de los países industrializados hacia los mercados de valores emergentes de un 25% a un 50% podría significar grandes aumentos de inversiones en aquellos mercados; en forma similar, también se hace hincapié en que la capitalización de los mercados de valores emergentes representaba un 6% de la participación mundial de los mercados de valores en 1991, (duplicando la participación de 1987). En los años venideros se presenta una gran posibilidad de que la participación de los flujos de valores internacionales hacia los países en vías de desarrollo aumente si los inversionistas de los países industrializados mantienen un nivel de títulos, en proporción a la participación de mercado de los países en vías de desarrollo en el total mundial.

Finalmente, aunque en este documento nos concentraremos en los préstamos, es interesante enfatizar que los flujos de la IDE (Inversión Directa Extranjera) hacia los países en vías de desarrollo se estima³ que se han incrementado en forma significativa en los años recientes, tanto en valor (de 9.800 millones de dólares en 1986 a 35.900 millones en 1991) como en proporción de la IDE global (de 13% en 1986 a 22% en 1991).

Aunque puede haber causas específicas que estimulen la IDE y los flujos de préstamos a los países en vías de desarrollo, el hecho de que tanto la IDE como los flujos de préstamos a los países en desarrollo estén aumentando en forma paralela y concentrándose aproximadamente en la misma región, parecería suponer que hay causas comunes subyacentes similares (tales como las elevadas expectativas de crecimiento en ciertos países en vías de

² Véase, Banco Mundial, *op. cit.*; Wider, *Foreign Portfolio Investment in Emerging Equity Markets*, Study Group Series Nº 5, Helsinki; S. Gooptu, *Portfolio Investment Flows to Emerging Markets*, World Bank Working Paper, marzo de 1993, WP51117, Washington, D.C.

³ Banco Mundial, *op. cit.*

desarrollo, la recesión en los países industrializados) que son también muy importantes para explicar todos estos flujos.

Cambios Estructurales en los Mercados Financieros Privados Globales

Innovación financiera y desregulación

Durante los últimos diez años, la magnitud y la estructura de los mercados financieros han experimentado profundos cambios.

El proceso de cambio estructural es muy complejo (en gran parte debido a que no es homogéneo de un país a otro), y por tanto, es difícil comprenderlo a nivel global. Sin embargo, existen muchas características claves comunes en la dirección de los cambios, prácticamente en todos los países.

La fuerza dominante inicial que explica estos cambios es la desregulación, que intensifica considerablemente el rol de las fuerzas del mercado libre al determinar las opciones abiertas a los agentes económicos. A comienzos de los ochenta, muchas de las restricciones que anteriormente limitaban la competencia (mediante las restricciones en las líneas de negocios, el ámbito geográfico de las operaciones, las restricciones cuantitativas en el crédito, las restricciones en el precio y las tasas de interés, los controles sobre las transacciones de divisas y los flujos de capital internacional) han sido eliminadas o bien erosionadas por el desarrollo del mercado financiero. Como analizaremos más adelante, en este contexto de mucha mayor libertad, el fortalecimiento de los requisitos de reserva de capital se convirtió en la principal restricción regulatoria sobre la selección de la cartera de los bancos.

Como resultado de lo anterior, emergieron claramente cinco tendencias. Primeramente, los mercados financieros se han integrado y globalizado en forma progresiva. Los mercados internos se transformaron en mercados cada vez más integrados unos con otros y con aquellos geográficamente más lejanos. Los flujos de capital a través de las fronteras se intensificaron y el número de instituciones que operaban en centros extranjeros aumentaron. Además, la interacción global de los mercados financieros nacionales ha excedido sobradamente la interacción de estructuras productivas nacionales, ya que el rápido crecimiento de los flujos financieros internacionales fue mucho más rápido que el crecimiento del comercio internacional y que la inversión directa.

En segundo lugar, la extensión y la influencia de los mercados financieros ha crecido notablemente en todos los países. Nuevamente, nos encontra-

mos que hay un contraste con el pasado, ya que hasta finales de los setenta la importancia de los mercados financieros era más bien una peculiaridad anglosajona. En realidad, los cambios fundamentales en el entorno tecnológico y regulatorio incrementaron las presiones competitivas y —en un medio macroeconómico ampliamente favorable— permitieron el rápido crecimiento de la actividad y las transacciones financieras. La expansión tan importante de la industria financiera mundial (como se ilustra en el cuadro 5), se refleja en un masivo incremento en el volumen de negocios de todos los mercados de valores y en la explosión del valor de los pagos durante la última década. En efecto, de acuerdo con las estimaciones del Banco Internacional de Pagos de Basilea, el ratio del valor anual de las transacciones financieras (medidas como pagos a través del principal sistema de transferencia de fondos interbancario) en relación al PNB en los tres países con los mayores mercados financieros en el mundo, creció en Estados Unidos en forma dramática y sistemática de menos de un 10% en 1970 a más de un 75% en 1990, de alrededor de un 10% en 1970 a más de un 110% en Japón y en el Reino Unido de entorno a un 10% en 1970 a más de un 40%!

CUADRO 5 INDICADORES DE CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA FINANCIERA

Participación en el Valor Agregado (1)			
Países	1970	1979	1989
Estados Unidos	4,1	4,5	5,7
Japón	4,5	4,9	5,6
Reino Unido	12,5	14,8	20,0
Suiza	4,6	5,8	10,1
Alemania	3,1	4,2	5,0
Francia	3,3	3,5	4,7
España	3,5	5,7	6,5
Australia (2)	8,5	9,0	12,1

FUENTE: Basado en datos del BIS, 62nd Annual Report, Basle, June, 1992.

(1) PIB/PNB más comisiones imputadas de servicios bancarios a precios corrientes.

(2) Incluye bienes raíces y servicios comerciales.

En tercer lugar, ha habido una importante tendencia a la eliminación (allí donde existía, por ejemplo, en el Reino Unido) de los límites funcionales, en particular entre la banca y las operaciones con títulos. Este hecho, ha llevado a la creación de instituciones cada vez más complejas, que integran ambos tipos de actividades⁴. Sin embargo, en aquellos países (como Estados Unidos y Japón) en los que permanecen las barreras, los bancos son libres de combinar las operaciones bancarias y de títulos en el extranjero y están encontrando progresivamente caminos legales en sus propios mercados. Los bancos se han estado debilitando durante la última década debido a un descenso en la rentabilidad subyacente; desde el punto de vista de los activos, esto se debió al hecho de que han perdido uno de los negocios más rentables y seguros, ya que la “titulización” redujo la demanda de préstamos bancarios de los principales prestatarios a medida que, los préstamos bancarios fueron desplazados por los instrumentos negociables, los bonos corporativos y otros tipos de financiación; desde el punto de vista de los pasivos, esto se debió al hecho de que los bancos han perdido parte de sus depósitos gratuitos al por menor y están forzados a competir por fondos entre ellos mismos, lo que ha supuesto un aumento en el uso de los mercados al por mayor, (que son menos estables y más costosos) y, también han sufrido una disminución de la proporción de los depósitos libres de interés. Más claramente, como el costo de procesar información cayó, los prestatarios y prestamistas encontraron más factible tratar entre sí directamente y dejar de lado a los bancos. En parte para compensar esta disminución en la rentabilidad bancaria los bancos —los reguladores bancarios y los gobiernos— han empezado a derribar las barreras remanentes entre la banca y los mercados de títulos, ampliando mucho la participación de los bancos en las operaciones con títulos. Aunque esta integración de la banca y los mercados de valores generan economías de diversificación (y en consecuencia beneficios para el consumidor, tanto debido a los costos más bajos basados en la unión de “producción y comercialización de títulos” como debido a la mayor conveniencia de compra de distintos servicios financieros de una sola empresa) parece probable que esto incrementaría los riesgos del sistema financiero como un todo porque los títulos exponen a riesgos adicionales a las instituciones bancarias manejadas agresivamente. Esto sucede particularmente porque existe una evidencia empírica (citado en Dale *op.cit.*) de que las operaciones con títulos son más arriesgadas que ninguna otra actividad financiera y porque las actividades bursátiles son reguladas menos estrictamente que

⁴ Para un análisis detallado de esta tendencia, véase R. Dale, *International Banking Deregulation, the Great Banking Experiment*, Blackwell 1992, Oxford, U.K.

las actividades de la banca. La integración de la banca y las casas de valores (incluso en países con empresas separadas) podrían conducir a condiciones en las que un shock proveniente del mercado de valores se podría extender a través de los bancos y volver (en forma ampliada) a los mercados de valores. La internacionalización de ambos mercados podría provocar una crisis potencial internacional. Además debido a que la velocidad de innovación en los mercados de valores es tan rápida, los riesgos en este área son cada vez más difíciles de determinar, tanto por los integrantes del mercado como por los reguladores.

Aunque la desregulación fue claramente más limitada respecto a los mercados de seguros, en los comienzos de la década de los 90, unos pocos países (especialmente en Europa) habían aminorado las restricciones facilitando la combinación de seguros con la actividad bancaria.

Estos cambios han favorecido la creación de conglomerados de complejas estructuras, (con frecuencia a través de las fronteras nacionales), que combinan los servicios de banca tradicional con diversos tipos de casas de valores y más recientemente con venta de seguros. En el caso de bancos "simples", también una gran proporción de su crédito y su exposición fueron realizados fuera del balance ("off-balance sheet").

50 En cuarto lugar, como se indicó anteriormente, ha habido una vasta expansión de la disponibilidad de instrumentos financieros la cual fue facilitada por la explosión de la tecnología de la información. Muchos de estos instrumentos (futuros, opciones, swaps) son muy sofisticados y aún no está claro el exacto nivel de riesgo que generan. Mientras la cantidad de instrumentos financieros crecía, un mayor porcentaje de éstos pasó a ser comerciable. En Estados Unidos hasta los préstamos bancarios y las cuentas por cobrar de las empresas llegaron a ser transables.

En quinto lugar, hubo una gran institucionalización de los ahorros lo que proporcionó un apoyo para la expansión y mayor sofisticación de los mercados de valores. Su estímulo hacia la diversificación internacional fue un factor importante tras la internacionalización y la integración de los mercados.

Evaluación de los cambios estructurales en los mercados financieros

La desregulación fue impulsada por la percepción de que la restricción sobre la actividad financiera era ineficaz o causaba importantes casos de ineficacia en la asignación de capital y en la conducta de la política monetaria. Más tarde, la desregulación consiguió su propio momentum, ya que la eliminación de restricciones en algunas áreas llevó a presiones para su relajación

en otras. Una tercera razón del crecimiento de la desregulación fue las diferencias en el tratamiento regulatorio.

Beneficios

La desregulación ha proporcionado importantes beneficios⁵. De este modo, tanto los proveedores originales como los usuarios finales de fondos están capacitados para obtener mejores condiciones, tanto por la vía de mayores y más amplios rangos de rentabilidad de los activos financieros como por un acceso más conveniente y fácil a las finanzas externas. La “titulización” es percibida como valiosa no sólo para permitir bajar los costos sino que también para ampliar los vencimientos, lo que es crucial para la viabilidad de mercado de ciertos tipos de actividades, que sólo son rentables en el largo plazo. La abolición de los controles de divisas y el proceso de globalización ampliaron las posibilidades internacionales tanto en términos de diversificación de cartera como de fuentes de financiamiento. En igualdad de circunstancias, un rango más amplio de instrumentos financieros disponibles permite una mejor distribución y manejo del riesgo. Además, la disminución de los costos de transacción ha aumentado la liquidez de los mercados de valores. Finalmente, el capital puede fluir más libremente y conseguir mayores utilidades.

51

En cuanto a los países en vías de desarrollo, los beneficios potenciales de la desregulación y globalización son particularmente altos, puesto que el capital es relativamente escaso y por tanto la perspectiva, por ejemplo, de *mayores flujos de entrada* por medio de títulos (particularmente en un momento en que los flujos de créditos bancarios tienen menos probabilidad de entrada que en el pasado) y más bajos costos, son especialmente atractivos. Parece que ciertos instrumentos han sido particularmente beneficiosos en disminuir el costo del capital en los países en vías de desarrollo. De este modo, se ha comprobado que las transacciones internacionales de títulos (mediante los ADRs) son un mecanismo valioso para reducir los costos de obtener capital de las empresas de los países en vías de desarrollo. Además, la emisión de ADRs serviría⁶ no tan sólo para abaratar los costos de las empresas individuales sino que también los de otras empresas nacionales a través de los importantes efectos de propagación.

⁵ Véase, por ejemplo, BIS *op. cit.*; también, R. O'BRIEN, *Global Financial Integration: The End of Geography*, Pinter Publisher, U.K. 1992.

⁶ Véase Banco Mundial, *op. cit.*

Costos

El aspecto que necesita ser resaltado es el de los costos que ha significado la desregulación y las medidas que tienen que ser tomadas (tanto nacional como internacionalmente) para minimizar estos costos. De hecho, los cambios originados por la desregulación y por la liberación de las fuerzas de los mercados en el sector financiero, están creando nuevas necesidades reguladoras (tales como los requerimientos de reservas en las instituciones financieras), las cuales probablemente no habrían existido si los mercados no se hubieran desregulado. En este documento se afirma que estos nuevos desafíos regulatorios sólo se han cumplido en parte, y que todavía hay tareas urgentes que cumplir (nacional, regional e internacionalmente). Esto es debido a que por lo general el desarrollo de la regulación de los mercados tiende a desfasarse respecto de los cambios que generan las desregulaciones en la estructura del sistema financiero. En forma particular, si los beneficios de la desregulación son valiosos es importante tomar medidas que minimicen los costos, en especial los que podrían interrumpir considerablemente el funcionamiento correcto de los mercados con efectos macroeconómicos altamente negativos.

52

Los costos de la innovación financiera se relacionan con una gran inestabilidad y fragilidad financiera que se refleja en grandes fluctuaciones en el precio de los activos y/o en la zozobra de las instituciones financieras. Tanto los precios de los activos como los tipos de cambios han pasado por períodos de severas fluctuaciones en la última década. Como se señala correctamente por parte del BIS (*op. cit.*), la principal fuente de preocupación no es la volatilidad a corto plazo (que si no es extremada es relativamente inofensiva) sino la volatilidad a largo plazo, en especial cuando los precios están desalineados de sus niveles sostenibles aparentes, que llevan tanto a una incorrecta asignación de los recursos como al riesgo de grandes y desordenados cambios.

Un aspecto particular de los recientes cambios que puede ser importante para contribuir a explicar la volatilidad del mercado de capitales es la institucionalización de los ahorros⁷. En efecto, algunos analistas norteamericanos condenaron las estrategias de cartera de los administradores de fondos por haber sido los causantes de la volatilidad en el momento de la crisis de 1987. En forma más general, el surgimiento de la asignación global de los activos como herramienta de manejo de los fondos de inversio-

⁷ Véase, por ejemplo, E.P. Davis, "The Structure, Regulation and Performance of Pension Funds in Nine Industrial Countries". Mimeo, Bank of England, 1992; también, Howell M. and Cozzini A. (1991) *Games without Frontiers: Global Equity Markets in the 1990's*, Salomon Bros, London.

nistas institucionales y el desarrollo de mercados de futuros estimularon y facilitaron el crecimiento masivo de los flujos de compras de acciones más allá de las fronteras. Aunque los inversionistas quieren reducir el riesgo con tales estrategias, el hecho de que los fondos se concentren en un número reducido de instrumentos apalancados con frecuencia desestabiliza los mercados y conduce a severas oscilaciones en los precios de los activos; también existe evidencia de que los movimientos internacionales de los recursos efectuados por numerosos administradores de fondos, afecta el desarrollo del tipo de cambio.

En forma más general, la mayor internacionalización e integración de la industria financiera ha significado que los shocks son fácilmente transmisible a través de las fronteras, así como también de un mercado a otro. Esto está particularmente bien ilustrado por la naturaleza global de las crisis de la Bolsa de 1987 y 1989.

Además, el chequeo regular en comparación con el comportamiento promedio del mercado (efectuado con una frecuencia mensual en Estados Unidos pero menor en el Reino Unido) puede inducir al “efecto rebaño” entre los fondos al intentar evitar un desempeño peor que el promedio, con efectos nuevamente desestabilizadores sobre los precios de los activos.

Es probable que el problema de los movimientos efectuados en forma rápida entre los mercados sea importante en el contexto internacional así como también en los mercados nacionales. Existe evidencia de que esto es probable que tenga mayor incidencia en la volatilidad dependiendo de cuán pequeño sea el mercado (en el caso de los países en vías de desarrollo) y de cuán grande sea el rol que juegan los inversionistas extranjeros en aquél.

53

Esta es una fuente especial de preocupación para los países en vías de desarrollo, puesto que tradicionalmente los mercados de capitales de estos países muestran una mayor volatilidad que los de las economías industrializadas. Como se puede ver en el cuadro 6, la desviación standard de los porcentajes de variación mensual en los precios de las acciones de los mercados emergentes era significativamente más alta que los de la Bolsa de Estados Unidos, el Reino Unido y Japón. Esto fue particularmente cierto para el caso de los mercados de América Latina.

Una segunda reflexión fundamental acerca del aumento de la inestabilidad financiera y la fragilidad, es el hecho de que en los años 70 y especialmente en los 80 hubo muchas situaciones de extrema tensión financiera entre las empresas financieras.

CUADRO 6
DESVIACION STANDARD DE LOS INDICES DE PRECIOS DE LAS
ACCIONES DE LOS PVD Y PAISES DESARROLLADOS
(Cinco últimos años terminando en Diciembre 1989)

Mercados	Número de meses	Desviación Standard
América Latina		
Argentina	60	37
Brasil	60	21
Chile	60	8
Colombia	60	6
México	60	16
Venezuela	60	12
Asia		
Korea	60	8
Taiwán	60	15
54 Turquía	60	24
IFC (Indices Regionales)		
Compuesto	60	7
Latin American	60	14
Asia	60	8
Mercados desarrollados		
Estados Unidos (S&P 500)	60	5
U.K. (F.T. 100)	60	6
Japón (Nikkei)	60	5

FUENTE: IFC

Las situaciones de extrema tensión financiera incluyeron:

- sobrevaloración del dólar a mediados de los años 80.
- crisis global de la Bolsa en Octubre de 1987 y la mini crisis de dos años más tarde.

- crisis del mercado de bienes raíces (Japón y Estados Unidos).
- extensión de la crisis de la banca (la segunda crisis bancaria en el Reino Unido, el desastre en materia de ahorros y préstamos en Estados Unidos, el colapso del sistema bancario nórdico).
- bancarrota de grandes bancos (*Continental Illinois*) o de conglomerados financieros (BCCI, Maxwell).
- crisis en el mercado inter-bancario debido a fracasos individuales con efectos multiplicadores (Drexell Burnham Lambert, Herstatt)
- fallas en los sistemas de pago (Banco de Nueva York).

Es importante recalcar que, progresivamente, la inestabilidad en los precios de los activos y la tensión financiera institucional se relacionan, ya que los intermediarios financieros acumulan o prestan según el valor de los activos. Como se ha señalado anteriormente, en muchos países, los bancos han incrementado sus operaciones con títulos; también han incrementado su exposición en bienes raíces. Como consecuencia, sus ingresos y su fortaleza financiera han sido más sensibles a las fluctuaciones de los precios de las acciones como de los bienes raíces. Tanto las pérdidas en los mercados de valores como, en especial, la debilidad de los precios de los bienes raíces han sido significativos en los problemas recientes enfrentados por muchos bancos.

55

Incremento y Cambios en la Naturaleza de los Riesgos

Como resultado de los cambios en la estructura y el funcionamiento del sistema financiero, la naturaleza y la transmisión del riesgo sistémico cambiaron significativamente y posiblemente ha aumentado.

El riesgo sistémico es definido por el BIS como “el riesgo que el colapso o la insolvencia de un mercado sea transmitido a otro mercado participante”. Este constituye un fenómeno macroeconómico que une diferentes fuentes de inestabilidad financiera, y es el resultado involuntario de externalidades entre las decisiones y los comportamientos de agentes individuales que actúan bajo la incertidumbre.

Una primera fuente principal de estas externalidades que plantea el riesgo sistémico potencial es el sistema de pago y el sistema de ajuste de cuentas; esto ha sido siempre el principal canal para la propagación de la crisis sistémica, usualmente activada por la incapacidad de una o más instituciones

para pagar sus obligaciones. Sin embargo, el estallido del volumen de los flujos de transacciones financieras durante la última década ha cambiado dramáticamente la escala de los riesgos involucrados. Estos se concentran en los sistemas de transferencias interbancarios al por mayor. Los bancos participantes en estos sistemas incurren ahora en una gran liquidez diaria y en una exposición de créditos posiblemente más grande que la exposición tradicionalmente expresada en sus balances, y frecuentemente menos monitoreada de cerca por los reguladores. Esto aumenta la vulnerabilidad del sistema a un incumplimiento de pago por parte de un agente o a fallas técnicas, elevando el riesgo de un efecto dominó. Estos riesgos han sido ilustrados por las ramificaciones internacionales de la quiebra de Herstatt, por el fracaso técnico del Banco de Nueva York y por el caso Drexel.

Además, de ser el conducto a través del cual se canaliza el riesgo de la contraparte (riesgo de que la contraparte de un contrato financiero no cumpla los términos del contrato), los sistemas de ajuste de cuentas pueden transformarse en una fuente independiente del riesgo sistémico debido a fallas en los computadores, a la concentración de riesgos en una cámara de compensación incapaz de mantenerlo en una crisis o, por la incompatibilidad entre horarios y obligaciones legales en mercados diferentes, lo que acrecienta la tensión a medida que sube el movimiento total de las transacciones en un momento de perturbación en el mercado; en efecto, las dificultades que podrían comenzar como un problema de liquidez se podrían transformar en un problema de solvencia.

56

Como se señala en un estudio⁸ de la OCDE, los sistemas de ajuste de cuentas organizados ofrecen la oportunidad de reducir o redistribuir los riesgos proporcionando una mejor protección para los participantes del mercado y para el sistema en conjunto.

En muchos informes recientes se han hecho diversas recomendaciones para mejorar y acelerar los sistemas de ajuste de cuentas, por ejemplo, en y entre los mercados de valores nacionales. Estas metas podrían llevar un largo tiempo en ser alcanzadas debido a problemas legales, así como por factores tecnológicos y de coste. Parece que la contribución mayor al manejo del riesgo puede venir potencialmente del logro de la entrega contra pago, de la reducción de los períodos de ajuste de cuentas y de la construcción de sistemas de compensación legalmente válidos.

⁸ OCDE, "Systemic Risks in Securities Markets", *Financial Market Trends*, N° 49, junio de 1991, París.

Una segunda fuente esencial del riesgo sistémico es el aumento de la exposición de las instituciones a los riesgos del mercado (el riesgo de pérdidas que aparecen o no en el balance, que provienen de movimientos en los precios de los mercados, incluyendo tasas de interés, tipos de cambio y valores de las acciones); esto ha sucedido debido al rápido desarrollo de los valores y de los mercados derivados, así como también de los contratos de divisas. Las grandes variaciones en el precio de mercado de los activos (por ejemplo, las acciones) constituyen una fuente muy importante y el canal de transmisión de shocks potenciales. Debido a que las posiciones son tomadas a través de un gran número de mercados, los problemas en una parte del mercado pueden rápidamente transmitirse a otros. Como se señala en el BIS (*op. cit.*), la caída fuerte de la Bolsa de Comercio en 1987 ilustró claramente cómo medidas muy diferentes de funcionamiento en mercados diferentes, por causa de instrumentos altamente sustituibles, pueden tener efectos desestabilizadores porque da como resultado diferentes velocidades de reacción de precio y producen bloqueos debido a descoordinaciones.

La fuerza subyacente es que la deflación de los precios de los activos destruye la prosperidad financiera. La calidad de los activos bancarios puede disminuir rápidamente en esta situación porque los bancos tienen una gran y creciente participación en sus carteras de los activos transables (debido a la liberalización del rango de actividades permitidas a los bancos y al rápido desarrollo de los mercados financieros), o porque prestan cantidades considerables a los tenedores de activos.

Por tanto, la integración de los segmentos del mercado (y particularmente de los bancos y de los títulos) aumentan así la transmisión de perturbaciones en los mercados financieros. Se genera lo mismo con el desarrollo tecnológico de la información. El canal potencial más importante para tal transmisión de las alteraciones es ahora el colapso de fondos en los mercados al por mayor o la renuencia de las contrapartes a participar en las transacciones con instituciones cuya solvencia está en duda, y no —como en el pasado— por el retiro generalizado de depósitos.

Esto demuestra un tanto paradójicamente que dado el incremento en la comercialización de activos, la disponibilidad de liquidez ha llegado a ser más importante en el nuevo entorno financiero. En efecto, en una situación de depresión repentina de los precios de los activos, un riesgo clave es el de liquidez en el que algunos “market makers” pueden verse amenazados, lo que proporciona un canal para que se extienda la inestabilidad entre los mercados subyacentes y derivados. Dada la importancia clave de la liquidez, los bancos continúan estando en el corazón de la actividad financiera, aunque su

proporción en la intermediación financiera haya caído en muchos países. En realidad, la quiebra de la Bolsa de 1987, destacó la necesidad de mantener líneas de crédito abiertas a los operadores de los mercados de títulos y de los derivados para precisamente evitar la inestabilidad sistémica.

Las preocupaciones específicas acerca de la exposición de los bancos a los riesgos del mercado han conducido recientemente (abril de 1993) al Comité de Basilea para la Supervisión de Bancos, a plantear una propuesta consultiva acerca del Tratamiento de Supervisión de los Riesgos del Mercado. Esta propuesta sugiere que se apliquen recargos especiales sobre las posiciones abiertas de deuda y sobre los valores de acciones en las carteras bancarias y en moneda extranjera. Estos recargos de capital deberían constituir un standard relativo mínimo para las potenciales pérdidas que pudiesen ocurrir para una cartera dada; estos recargos complementarían las reglas de suficiencia de capital aceptadas ya por el BIS, que se refieren a los riesgos de crédito de los bancos que empezaron a implementarse el 1 de enero de 1993. En segundo lugar, el recargo propuesto por cada tipo de instrumento sería aproximadamente equivalente para, en términos económicos, evitar crear incentivos artificiales en favor de algunos instrumentos.

58

Sin embargo, como analizaremos en la siguiente sección, la regulación de los riesgos de mercado de los bancos (una vez llevada a cabo), a pesar de tener un desarrollo positivo, creará problemas de asimetrías con la regulación de los riesgos del mercado de valores, puesto que todavía no se ha establecido la coordinación entre los reguladores de bancos y valores (y entre los reguladores de valores de los diferentes países).

En efecto, como se desarrollará con más detalle en la sección siguiente, parecería que las grandes variaciones entre las diferentes regulaciones nacionales de las empresas financieras (y especialmente sobre los títulos) así como también, fundamentalmente diferentes aproximaciones a la regulación entre reguladores de la banca y los reguladores de valores pueden ser, por sí mismos, al menos por un tiempo, una tercera fuente de incremento potencial del riesgo sistémico. De hecho, en el documento de la OCDE citado anteriormente, se reconoce esto implícitamente al sostener que “esta diversidad en la cobertura reguladora causa preocupación sistémica internacional debido a que fomenta el arbitraje regulatorio, deja algunas actividades significativamente arriesgadas de intermediarios fuera de la red supervisora, no logra proporcionar una vigilancia supervisora completa de los conglomerados y complica la tarea de cooperación internacional entre las autoridades supervisoras”. Todo esto es una fuente particularmente importante de preocupación debido a que como el Banco de la Reserva Federal de Nueva York ha señala-

do en su Informe⁹ Anual de 1985: “Un shock que empieza en un mercado puede diseminarse rápidamente a lo largo de esta red de enlaces hasta que encuentre una deficiencia en algún sitio aparentemente no afín. En efecto, *existe una creciente tendencia a construir conexiones financieras sobre áreas reguladoras defectuosas donde la responsabilidad de vigilancia supervisora es deficiente, dividida o poco transparente.*”

El problema del surgimiento de posibles riesgos sistémicos por diferencias entre supervisores, así como la de los vacíos de supervisión en ciertos mercados y países se ha hecho más serio debido a que los mercados financieros se han vuelto, a pesar de los esfuerzos llevados a cabo, más opacos tanto para los supervisores como para los actores del mercado. Esta opacidad se relaciona con los instrumentos, con las relaciones a través de los instrumentos y mercados, así como también con la estructura organizativa de las instituciones. En realidad, la creciente complejidad de las estructuras organizativas, por ejemplo los conglomerados financieros internacionales, entorpecen la evaluación de la solvencia de una institución. Como se señala en el Informe Birnham del Reino Unido, la tendencia hacia las estructuras corporativas opacas y el problema que plantea a los reguladores, están bien ejemplificados por el caso BCCI.

Se plantea una pregunta importante y que parece no haber sido suficientemente formulada en la literatura existente ni por las autoridades y es, hasta qué punto los riesgos sistémicos asociados con la globalización y “securitization” son los mismos o diferentes para aquellos flujos que van a los países en vías de desarrollo. Este importante tema puede abordarse en tres niveles diferentes. Uno es a nivel de protección al inversionista; el segundo, es a nivel de los efectos globales de los posibles riesgos adicionales originados en los flujos a países en vías de desarrollo y el tercer nivel se refiere a la fuente adicional de la inestabilidad potencial macroeconómica generada para países en desarrollo por estos nuevos tipos de flujos. Nos concentraremos en el tercer nivel, (que es de particular interés para los países en vías de desarrollo) ya que los dos primeros no parecen tan preocupantes, dado que la participación de las inversiones institucionales en relación a la inversión total que va a los países en vías de desarrollo es relativamente baja en el presente y por lo tanto, los problemas en éstos países afectarían relativamente poco a sus activos totales; además de esto,

⁹ E. Frydl, “The challenges of financial change”, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, *Annual Report* (1985).

en cuanto a los efectos globales de inestabilidad potencial en los países subdesarrollados, éstos en su totalidad, parecerían no ser tan diferentes de otros efectos globales de inestabilidad financiera tratados anteriormente. Sin embargo, este último asunto podría requerir un estudio adicional, particularmente después de la crisis del peso mexicano.

En cuanto a las fuentes potenciales adicionales de la inestabilidad macroeconómica generada por los nuevos tipos de flujos en los PVD (Países en vías de Desarrollo) la principal parecería relacionarse con el riesgo de financiamiento de la balanza de pagos. Hasta el punto que los flujos de valores (y en particular la inversión internacional en títulos) son potencialmente bastante más líquidos que los préstamos bancarios, por lo tanto, si existe en los PVD la amenaza de crisis de la balanza de pagos o la perspectiva de una devaluación mayor, los inversionistas extranjeros en títulos de renta variable podrían abandonar muy rápidamente el país. Esto podría ocurrir, en la medida que —como en el caso de muchos PVD, y particularmente en aquellos que están experimentando grandes flujos de cartera en la actualidad— no hay o hay escasos controles relevantes sobre las divisas (véase cuadro 7), y en la medida que los inversionistas extranjeros de títulos de renta variable venderían sus acciones a los ciudadanos nacionales de los PVD y no a otros extranjeros. Naturalmente, en ese momento también cesarían las nuevas inversiones extranjeras en tales valores. El resultado sería una presión adicional sobre la balanza de pagos y sobre el tipo de cambio, lo que posiblemente contribuiría tanto a una crisis mayor de la balanza de pagos y/o a una gran devaluación. Ambas tendrían efectos indeseados en los niveles económicos de producción total y de inflación. (Todo ello ha sido demostrado por la crisis mexicana). En consecuencia, en una situación de crisis de tipo de cambio o balance de pagos, los grandes flujos internacionales de salida de títulos de renta variable (en relación a la economía local) podrían ampliar seriamente los problemas que surgen de otras fuentes.

Naturalmente, este hecho no sólo está relacionado con los flujos de títulos de renta variable ni tampoco es un problema tan sólo de los PVD, como claramente está ilustrado por el efecto de los flujos financieros privados, en septiembre de 1992 en muchas monedas en el Sistema Monetario Europeo (SME). Sin embargo, la escala del impacto podría ser más grande para los PVD, dada la magnitud menor de sus economías, *su mayor fragilidad* y las especiales características de sus mercados de valores.

CUADRO 7
ENTRADAS Y SALIDAS EN MERCADOS EMERGENTES
SUMARIO DE LAS REGULACIONES DE LA INVERSION
(31 marzo 1992)

Listado de títulos libremente obtenibles para inversores extranjeros	Repatriación de	
	Rentas	Capital
Entrada sin restricciones		
Argentina	Libre	Libre
Brasil	Libre	Libre
Colombia	Libre	Libre
Jordania	Libre	Libre
Malasia	Libre	Libre
Pakistán	Libre	Libre
Perú	Libre	Libre
Portugal	Libre	Libre
Turquía	Libre	Libre
Entrada con restricciones relativas		
Bangladesh	Algunas restricciones	Algunas restricciones
Chile	Libre	Despues de 1 año
Costa Rica	Algunas restricciones	Algunas restricciones
Grecia	Algunas restricciones	Algunas restricciones
Indonesia	Algunas restricciones	Algunas restricciones
Jamaica	Algunas restricciones	Algunas restricciones
Kenya	Algunas restricciones	Algunas restricciones
México	Libre	Libre
Sri Lanka	Algunas restricciones	Algunas restricciones
Tailandia	Libre	Libre
Trinidad y Tobago	Relativamente libre	Relativamente libre
Venezuela	Algunas restricciones	Algunas restricciones

CUADRO 7 (Continuación)
ENTRADAS Y SALIDAS EN MERCADOS EMERGENTES
SUMARIO DE LAS REGULACIONES DE LA INVERSION
(31 marzo 1992)

Listado de títulos libremente obtenibles para inversores extranjeros	Repatriación de	
	Rentas	Capital
Tipos especiales de acciones		
China	Algunas restricciones	Algunas restricciones
Korea	Libre	Libre
Filipinas	Libre	Libre
Zinabawe	Limitada	Limitada
Solamente inversores autorizados		
India	Algunas restricciones	Algunas restricciones
Taiwán, China	Libre	Libre
Cerrados		
Nigeria	Algunas restricciones	Algunas restricciones

62

FUENTE: Emerging Stocks Markets Factbook, International Finance Corporation, 1992.

NOTA: Debe tenerse en cuenta que las industrias en algunos países suelen considerarse estratégicas y no son accesibles para los inversores extranjeros no residentes y que en otros casos el nivel de la inversión extranjera puede ser limitado por las leyes nacionales o por políticas de las empresas para que la participación no sea superior al 49% del capital.

El sumario superior se refiere a inversiones de "dinero fresco" por instituciones extranjeras. Otras regulaciones pueden ser aplicadas a las inversiones de capital a través de los esquemas de conversión de deuda u otras alternativas.

CONDICIONES PARA ENTRAR:

Entrada libre: Restricciones no significativas para la compra de títulos.

Entrada relativamente libre: Se necesitan algunos requerimientos administrativos para asegurar la repatriación de derechos.

Inversores autorizados: Solamente pueden comprar títulos los inversores extranjeros autorizados.

Cerrado: cerrado o de acceso severamente restringido.

CONDICIONES PARA LA REPATRIACIÓN:

Rentas: dividendos, intereses y ganancias de capital realizadas.

Capital: capital inicial invertido.

Algunas restricciones: tradicionalmente se requieren algunos registros o autorizaciones del Banco Central, Ministerio de Finanzas o alguna Oficina de Control de Cambios que pueden restringir el calendario de repatriación.

Libre: la repatriación se hace de manera rutinaria.

Además, como se ha tratado anteriormente, la volatilidad de los precios de mercado de los títulos de los países en desarrollo, en general, es más elevada que la de los países desarrollados. Por lo tanto, el impacto de grandes ventas potenciales por inversionistas extranjeros (o de nacionales con mentalidad “transnacional”) reduciría significativamente los precios de los títulos. Esto podría, mediante el efecto riqueza, contribuir a una disminución en la demanda agregada y/o llevar a otras formas de inestabilidad financiera. Esta última ocurriría especialmente en el caso particular de que en los PVD hubiese una fuerte integración de la banca y los valores, desarrollo de conglomerados financieros, etc...

Otras características de la bolsa de valores de los PVD, es que también aumentan su potencial para generar efectos negativos en otras partes de la economía. Esto se refiere en algunos países, por ejemplo, a equivocaciones y lentitud en los procedimientos de ajuste de cuentas. Como se ha planteado anteriormente, este hecho aumenta la inestabilidad en la bolsa de valores la cual puede difundirse hacia otros sectores. Además los mercados de valores de los PVD tienden a sufrir de una escasez de papel de buena calidad y de gran capitalización. Esto puede dar como resultado, un rápido recalentamiento (es decir, un rápido aumento en los precios) cuando el interés nacional e internacional es generado en estos mercados, debido a algunos shocks positivos de expectativas seguido de una “rápida congelación” (esto es, rápidas caídas en los precios) debido a algunos shocks negativos de las expectativas, como se señaló anteriormente.

63

Aunque en general, todos los flujos de inversión directa extranjera son mucho más estables y de largo plazo, se ha dicho¹⁰ que las empresas internacionales con frecuencia juegan un juego de “avance y retroceso” (“leads and lags”) con algunos de sus fondos, por ejemplo, al anticipar una devaluación, y que este comportamiento “especulativo” pueda ser una fuente adicional, aunque probablemente más limitada de inestabilidad del tipo de cambio.

Respecto de los bonos en manos de inversionistas extranjeros, pueden surgir dos problemas. Primero, si los inversionistas han detectado el riesgo de una crisis venidera, podría haber temores de que el compromiso de servir los bonos (que ha sido un factor importante en atraer financiamiento a los PVD) podría anularse; este temor aumentaría, en la medida que esos bonos se convierten en una gran proporción de la deuda de los PVD. En segundo lugar, puesto que los bonos y sus intereses están denominados en divisas, si existiera el temor de una gran devaluación, entonces el inversionista extranjero

¹⁰ Material de Entrevista.

temería un aumento en sus riesgos de no pago. Por ambas razones, los inversionistas en bonos podrían querer vender si preveieran una crisis de la balanza de pagos o del tipo de cambio.

En último lugar, pero ciertamente no menos importante, respecto de los flujos de entrada a los países en desarrollo y sobre todo hacia América Latina, hay una proporción bastante alta de esa afluencia que específicamente entra por un período muy corto de tiempo, por ejemplo 3 meses, atraído principalmente por el diferencial de la tasa de interés. Naturalmente, estos flujos son muy volátiles, y en el caso de una amenaza del equilibrio de la balanza de pago o de una crisis del tipo de cambio, saldrían muy rápidamente y con efectos desestabilizadores. Ello fue claramente ilustrado por el caso de los Tesobonos mexicanos.

Finalmente, como se ha planteado anteriormente, debe resaltarse que es mucho más probable que una salida tan grande y rápida de flujos de capital de un país en vías de desarrollo se produzca si existe un gran desequilibrio macroeconómico en esa economía. Por consiguiente, en el mundo actual de globalización y de libres flujos de capitales, la importancia de prudentes políticas macroeconómicas es mayor. Con un manejo macroeconómico prudente, los grandes y súbitos flujos de salida de capitales, que son particularmente más desestabilizadores, son menos probables aunque no se pueden descartar completamente. De hecho, en el reciente Dini Report del Grupo de los 10, se reconoce que aún para los países en desarrollo, “un país puede experimentar una presión a la baja en su moneda a pesar del hecho que su política macroeconómica y su desempeño haya sido bueno”.

64

Supervisión y Regulación Existentes. Algunas Limitaciones

La naturaleza cambiante y el posible aumento del riesgo sistémico suponen importantes desafíos y problemas para los gobiernos. El primero (en el que nos concentraremos aquí), es mejorar la regulación cautelar y la supervisión de las instituciones individuales, de forma tal que se frene el excesivo riesgo desde su origen.

Uno de los problemas que necesita ser clarificado, es el relacionado con *la cobertura de la regulación y la supervisión*; ésta debería cubrir todas aquellas empresas financieras cuyo colapso activaría la tensión o crisis sistémica. Aunque existe un consenso importante (véase, por ejemplo, BIS *op.*

cit.) en que la cobertura de supervisión limitada a los bancos podría no ser suficiente, aún existe un gran número de deficiencias en esta supervisión. Probablemente, la más obvia es la que permite a algunas casas de valores llevar a cabo ciertas actividades por la vía de filiales no supervisadas.

Sobre todo, existen importantes diferencias respecto de cuáles y en qué forma están reguladas las instituciones similares en diferentes jurisdicciones así como diferentes instituciones están reguladas en la misma y en diferentes jurisdicciones, tema sobre el que volveremos más adelante.

Un punto importante en este contexto lo constituye el hecho de si las instituciones deberían supervisarse sobre una base consolidada. La pregunta es si, se puede lograr la separación legal y económica de, por ejemplo, la banca y las actividades de valores (lo que en sí mismo es muy complejo) y si, los cortafuegos establecidos para limitar la transferencia de capital entre ellos, será suficiente para separar la percepción de mercado de créditos vigente en ambas instituciones y, por lo tanto, aislar una unidad de otra en un período de desorganización. Como se ilustró en el caso Drexel, el financiamiento puede ser retirado de aquellas instituciones solventes, debido a las asociaciones en la mente del público con los problemas que surgen en sus filiales. Por consiguiente, el dejar de consolidar puede producir serias deficiencias en la supervisión. Aunque la consolidación es una práctica standard en la supervisión bancaria, en general (siguiendo, en particular, los problemas ocasionados por el Banco Ambrosiano) todavía no está aceptada en la supervisión de los valores y seguros.

65

La consolidación de la supervisión entre distintos tipos de actividades es difícil debido a la diferencia conceptual entre sus reguladores, que se basan en diferencias claves en la naturaleza de su negocio.

La diferencia más fundamental entre los valores y los bancos radica en que, los primeros tienen un horizonte comercial bastante más breve que el de los segundos. Los bancos, normalmente mantienen los préstamos en sus balances hasta la fecha de vencimiento, en tanto que las empresas de valores experimentan rápidas rotaciones de activos.

Debido a que la mayor parte de los activos de las empresas de valores es comerciable, éstas están sujetas a severas presiones en períodos de recesión económica (lo que conduce a riesgos de mercado) y a una disminución correspondiente en la valoración neta de la empresa. Debido a que las empresas necesitan saldar las pérdidas rápidamente, los reguladores de valores hacen hincapié en la liquidez, tratando en forma consecutiva los activos no líquidos y, con frecuencia, permiten que ciertas formas de financiación

subordinada de corto plazo se cuente como capital. Como la preocupación clave es que las empresas de valores tengan capacidad para reducir su escala en un corto período de tiempo y solventar sus obligaciones, de modo tal que sus clientes/contrapartes no incurran en pérdidas, la prueba clave de supervisión es la de los activos líquidos netos. Así, una empresa debería tener activos líquidos (valorados a precio actual) los que, luego de un margen para posibles reducciones en el valor de los activos antes de que puedan venderse, exceda los pasivos totales. Al contrario, una gran proporción de los activos bancarios es tradicionalmente no comerciable; como resultado, el mayor riesgo para los bancos es el riesgo crediticio. A diferencia de las casas de valores, no se espera que los bancos respondan a los problemas financieros cesando en su actividad, puesto que sus activos sólo pueden venderse con un considerable descuento, lo que supone pérdidas para los acreedores y depositantes. Por consiguiente, el principal objetivo de los reguladores bancarios es apoyar su existencia continuada, especialmente debido a que los fracasos bancarios conducen a riesgos para el sistema financiero en general. Por lo tanto, los supervisores bancarios tienden a focalizar mucho menos la atención en la liquidez y en los cambios a corto plazo del valor de los activos y, más en, la viabilidad del banco en el largo plazo. Por consiguiente, la definición reguladora de capital, sólo ha incluido instrumentos financieros de naturaleza más permanente (que excluye, por ejemplo, la deuda subordinada del capital primario).

Las diferencias regulatoras también se refieren al rol del seguro de los depósitos y de prestamista de última instancia, los que son importantes para los bancos pero que, en general, son inaccesibles para los valores.

Las ya citadas diferencias en la regulación de los bancos y las empresas de valores, por ejemplo, han producido dificultades a las autoridades de la CEE, en sus intentos por establecer un marco regulador apropiado para el mercado financiero europeo. La directiva del Capital Adequacy of Investment Firms and Credit Institutions, conocida como CAD de la CEE, permite definiciones alternativas de capital para los supervisores de empresas de inversión no bancarias y para las actividades bursátiles a cargo de bancos. Como se señala en Dale op.cit. estas definiciones alternativas de capital buscan esencialmente unir los objetivos de políticas para asegurar un "tratamiento equivalente" entre los bancos y las empresas de inversión no bancarias. No obstante, existe la preocupación de que estas reglas sobre capitales no se justifiquen en prácticas prudenciales.

En particular, aunque la meta reguladora apropiadamente definida por la CEE para los supervisores de bancos es la solvencia para los títulos, el obje-

tivo regulador de la CEE es más limitado, proteger a los inversionistas y contrapartes sin necesariamente asegurar la solvencia, meta que se puede lograr mediante un uso más liberal de la deuda subordinada. Pero como se discutía anteriormente, dada la forma en que se desarrollaron los mercados de valores y el episodio Drexel, que condujo a una crisis de confianza en las empresas inversionistas, los objetivos de la CEE parecen inapropiados o al menos insuficientes para abordar el riesgo sistémico.

Así, el problema más importante con la directiva CAD de la CEE, parece ser su enfoque para establecer un área de tratamiento equivalente entre bancos y empresas de inversión no bancarias, al tiempo que deja de resolver el dilema más fundamental de política. Esto significa que progresivamente en los mercados financieros no bancarios se pueden crear riesgos sistémicos similares cada vez mayores, a aquellos que ocurrían previamente en los sistemas bancarios más restringidos; si la red de seguridad oficial fuese extendida por las autoridades nacionales a actividades como la de los títulos, entonces el problema del excesivo riesgo subvencionado podría extenderse desde los bancos a los títulos.

De hecho, la aproximación de la CEE parece acentuar estos problemas ya que permite que los bancos diluyan su capital, en tanto dejan que aumente el riesgo de infección-cruzada de las actividades bursátiles.

Además de los problemas de las nuevas regulaciones en la CEE, existe el problema de que la CEE y los Estados Unidos parecen estar moviéndose en direcciones opuestas respecto del problema clave de segregación del riesgo. Progresivamente, en la CEE se asume que un banco siempre estará detrás de una empresa de valores; en Estados Unidos, la nueva sociedad inversora y la estructura cortafuegos está diseñada explícitamente para que una empresa de valores no esté apoyada por su banco afiliado. Esto puede significar que en Europa la función de prestamista de última instancia podría extenderse (directa o indirectamente) a las empresas de valores relacionadas con la banca. Al contrario, el esquema de Estados Unidos (que asume que los cortafuegos y otros mecanismos efectivamente pueden separar los riesgos entre la banca y sus sucursales de valores) tendería a restringir la red de seguridad oficial sólo a la banca.

La coexistencia de estas estructuras tan opuestas podría ser particularmente problemática en tiempos de tensión financiera global. En la CEE, la tentación podría surgir por parte de los prestamistas de mover su grado de exposición desde casas de valores independientes a aquellas relacionadas con la banca, puesto que estas últimas tienen más probabili-

dad de obtener apoyo oficial. Además, en esas circunstancias, habría un fuerte incentivo por parte de los prestamistas para retirar su exposición de los valores de Estados Unidos, favoreciendo a las empresas de valores que están afiliadas a bancos europeos. Los movimientos de tal magnitud podrían acentuar el desorden financiero en Estados Unidos y a nivel mundial.

De hecho, son las diferencias en la percepción de los reguladores de valores, (y particularmente entre los de Estados Unidos y el resto de los países) las que han impedido un acuerdo global sobre los requerimientos de capital de las empresas de valores (lo que habría significado para los títulos lo que el acuerdo de Basilea significó para la banca). Luego de mucho trabajo previo, se hizo un intento por lograr tal acuerdo, en la Conferencia Anual de IOSCO en 1992 (International Organization of Securities' Commissions). Desafortunadamente, este intento falló¹¹. Sin embargo, se debe mencionar, que IOSCO logró algunos acuerdos importantes, tales como la aprobación de los principios para la regulación de conglomerados financieros¹².

68

Tal vez, igualmente serio es el hecho que si IOSCO hubiese estado capacitado para ponerse de acuerdo respecto a las medidas de riesgo comunes y a las reglas de suficiencia de capital para los valores, esto habría servido como base para una estructura conjunta (para ser elaborada por el BIS y IOSCO) para los bancos comerciales, los bancos de inversión y las casas de valores. Como resultado de esta incapacidad para lograr un acuerdo dentro de IOSCO, el Comité de Basilea ha lanzado sus propias sugerencias (discutidas anteriormente) estableciendo requerimientos de capital para limitar los riesgos del mercado y otros relacionados con las actividades bursátiles llevadas a cabo por los bancos. Si se aprueba, esto cubrirá una importante deficiencia de supervisión, no obstante, dejará aún considerables deficiencias en la regulación de los valores no bancarios.

Como resultado, la supervisión y la regulación se encuentran globalmente llenas de vacíos y son muy desiguales respecto de ciertos aspectos. De hecho, como se puede ver claramente en el cuadro 8, en tanto que las empresas de valores y conglomerados financieros fuera de la CEE *no tendrán*, en los próximos años, *que adherirse a ninguna pauta internacional, los bancos dentro de la CEE tendrán que hacer frente a 3 grupos de reglas para medir*

¹¹ Material de entrevista; véase también, *The Economist*, 31 de octubre, 1992; "Capital spat" y *Financial Times*, 4 de mayo, 1993 "Tough time making a level playing field".

¹² Véase, IOSCO, Final Communique of the XVII Annual Conference, London, 1992.

los riesgos del mercado y los requerimientos de capital para cubrir esos riesgos, (las del BIS, las de la directiva de la CE y posiblemente algunas nacionales). El asunto se hace más complejo por el hecho de que las reglas de Basilea son más estrictas que las de la directiva de la CE, por ejemplo, respecto de los requerimientos de capital sobre el riesgo del intercambio de divisas.

De hecho, como se puede ver en el cuadro 8, los bancos se regulan hasta por 3 grupos de reguladores en un país de la CEE como el Reino Unido; se regulan internacionalmente por el Acuerdo de Basilea de 1988, y probablemente se regularán por Basilea respecto de sus actividades bursátiles. En un país como el Reino Unido, los bancos también se regulan por las regulaciones nacionales y por la directiva de suficiencia de capital de la CEE. Por otra parte, ni las casas de valores ni los conglomerados financieros tienen forma alguna de regulación internacional aunque existen regulaciones nacionales para las casas de valores; para los países de la CEE, existe una regulación especial de la CE aprobada o en proceso de aprobación para los valores y los conglomerados financieros.

CUADRO 8 MARCO REGULATORIO DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

	Internacional	Comunidad Europea(3)	Estados Unidos	Reino Unido
Bancos	x(1)	xx	x	xxx
Títulos	—	x	x	xx
Conglomerados financieros	—(2)	x	x(4)	x

FUENTE: Elaboración propia, sobre la base de entrevistas personales y documentos del BIS y IOSCO, Dale op. cit.

(1) Incluye el Acuerdo de 1988 y la regulación de las actividades con títulos de los bancos, estas últimas propuestas en 1993 para ser implantadas como muy pronto en 1997.

(2) Existe una intención de IOSCO respecto de los principios para regular los conglomerados financieros pero sin representar un acuerdo regulatorio formal.

(3) Directivas de la CE para ser aprobadas en 1996.

(4) Hasta hace poco, la regulación norteamericana sobre casas de valores independientes, dentro de los grupos financieros principales, era prácticamente inexistente.

Pareciera ser que, esta asimetría permanecerá durante varios años, a menos que se haga un esfuerzo especial para superarla. Esto se relaciona no sólo con las ya referidas diferencias conceptuales entre los reguladores (que se originan mayormente en la diversidad entre las diferentes instituciones financieras y sus diferencias a través de los países individuales) sino que también es debido a diferencias institucionales, como por ejemplo, entre el BIS y IOSCO. El BIS es una institución establecida por el Grupo de los 10, que tiene una gran responsabilidad, ya que proporciona la base para un “banco central de bancos centrales”. Sus miembros, los bancos centrales del Grupo de los 10 son también los prestamistas de última instancia de sus propios sistemas bancarios. Su trabajo sobre la armonización internacional de las normas de supervisión opera desde hace 20 años. Por lo tanto, parece más fácil lograr acuerdos en este comité, que lograrlos en IOSCO, que es una institución muchísimo más reciente; aunque fue creada en 1974, principalmente por instituciones de América Latina, llegó a ser internacional sólo en 1987. Su trabajo sobre la armonización de regulaciones internacionales es, por tanto, mucho más reciente que el del BIS. Representa organismos de muchos países, lo que en sí mismo hace que sea más difícil lograr acuerdos que en la institución del Grupo de los 10. Además, los organismos cuyas actividades coordina (las Comisiones de Valores), tienden a ser muy jóvenes y no tienen prestamistas especiales de última instancia con poder interno. Por estas razones, bien pueden continuar las dificultades para lograr acuerdos sobre regulaciones comunes y reforzar los acuerdos de actividades sobre valores, más que en actividades relacionadas con la banca. Las directivas de la CEE cuentan con sanciones que puede hacer cumplir, ya que siguen un proceso legal, a diferencia del BIS como de IOSCO.

Aunque todo esto es entendible, plantea severos riesgos adicionales a los sistemas financieros originados en regulaciones asimétricas.

Los problemas pueden producirse aún en casos donde se integran las regulaciones, por ejemplo, debido al hecho de que la ley de contrato existe sólo a un nivel nacional y por lo tanto no se puede integrar. Esto es particularmente un problema, en la medida en que haya un crecimiento de las transacciones cuyo pago se efectúe en una fecha futura.

Las diferencias en las leyes entre los países pueden afectar, por ejemplo, a los procedimientos de la liquidación de instituciones financieras colapsadas, lo que favorece a un grupo de acreedores nacionales con respecto al resto¹³. Por tanto, no sólo crea desigualdades internacionalmente sino que también impone presiones adicionales para resolver situaciones de quiebra

¹³ Material de entrevista.

financiera. La promoción de tratados internacionales, por la vía de NN.UU., el GATT u otros organismos, aunque sean complejos de alcanzar, necesitarían jugar un papel importante para ayudar a superar este tipo de problemas a nivel internacional, considerando que, en el contexto de la CEE estos problemas disminuirían de acuerdo con los progresos de la integración.

Además de los problemas generales, que se relacionan con la supervisión y regulación en el nuevo ambiente financiero, parece importante poner énfasis en el hecho de que puede haber problemas específicos planteados por los nuevos tipos de riesgos generados por el impacto de estas nuevas tendencias, específicamente, relacionados con los PVD. Aunque, por ejemplo, los reguladores de valores nacionales tienen un trato especial para las empresas que invierten en los PVD (que, por ejemplo, en el caso del Reino Unido discriminan algo entre los diferentes tipos de PVD, principalmente en relación con la calidad de las regulaciones de las Bolsas de Comercio de los países)¹⁴, el enfoque sobre los PVD parece algo limitado, en cuanto a que, por ejemplo, no parece tomarse en cuenta el desarrollo macroeconómico de esos países, ni siquiera en el contexto de su posible impacto sobre la protección del inversor.

En el extenso tema de los efectos de los flujos financieros en el desempeño macroeconómico de los países (y especialmente en los PVD) esto *no* es explícitamente una materia de preocupación para ningún organismo de regulación, a menos que afecte la solvencia potencial de las instituciones financieras que ellos regulan¹⁵. Esto plantea la necesidad, para otras instituciones internacionales (por ejemplo, el FMI), posiblemente para organismos regionales y/o por último, pero ciertamente no por orden de importancia, para que los gobiernos receptores monitoreen muy de cerca el impacto de tales flujos en las tendencias macroeconómicas presentes y futuras de los PVD, y posiblemente definan regulaciones específicas para influir en el nivel y composición de tales flujos.

71

Conclusiones y Sugerencias sobre Política

Existe un creciente consenso en que aunque la desregulación financiera y la liberalización tengan muchos efectos positivos, también han generado riesgos mayores, tanto para el sistema financiero global como para los

¹⁴ Material de entrevista.

¹⁵ Material de entrevista.

inversores individuales. Como R. Breuer¹⁶, miembro del Consejo de Directores Gerentes del Deutsche Bank señala sucintamente: “Esto lleva a la necesidad de regular nuevamente y de armonizar la legislación supervisora”. Esto, claramente, no significa una vuelta al tipo de regulaciones que existía en los 70, sino a tipos de regulaciones apropiadas para las necesidades de los nuevos sistemas financieros de los 90, que resultan en su mayoría de la desregulación.

Aunque podría parecer algo paradójico, en tanto en cuanto más orientado esté un país a la libre empresa, mayor será el rol de la supervisión oficial de las instituciones financieras en ese país. Esto es debido al hecho de que, en una economía orientada verdaderamente hacia el mercado, el peligro de quiebras de empresas será más elevado, lo que llevará a mayores riesgos a los balances de las instituciones financieras que prestan al sector comercial. Especialmente si los gobiernos y los bancos centrales *no* desean dar paquetes de apoyo financiero a las instituciones financieras, la desregulación necesita ser apoyada por una estrecha y bien coordinada supervisión de las instituciones financieras.

72

De nuestro análisis anterior, se puede apreciar que para lograr una estrecha y bien coordinada supervisión de las instituciones financieras globalmente, tienen que cumplirse un número importante de tareas. Estas plantean un importante y difícil desafío a los gobiernos y especialmente a los reguladores.

En primer lugar, el tema de una apropiada y coordinada supervisión de los valores necesita ser abordado muchísimo más deprisa que en los años recientes. Aunque la nueva propuesta consultiva de Basilea, hace un esfuerzo valioso al abordar los complejos problemas de regular la suficiencia de capital para las actividades bancarias de valores, no existe base equivalente aún para los valores no bancarios. Esta es una deficiencia regulatoria que necesita ser solucionada muy urgentemente. Como se discutió anteriormente en forma breve, esto necesitará como condición previa, superar las diferencias en la aproximación regulatoria de los riesgos sobre valores, entre Estados Unidos y otros países y, en particular en la CEE.

Además, para lograr un sistema de supervisión más estrechamente integrado de los intermediarios activos de los mercados de valores, probablemente se requerirían que los reguladores de valores desarrollen el equivalente al Concordato de Basilea para supervisores de la banca, que definan las

¹⁶ R. Breuer, “Financial Integration - The End of Geography”, IOSCO XVII Annual Conference, London, octubre 1992.

responsabilidades de un regulador guía en el país local en relación a los países anfitriones.

En segundo lugar, en forma más general, se necesita hacer un severo esfuerzo para ampliar la cobertura regulatoria de las instituciones financieras que estén en este momento efectivamente no reguladas, tales como los conglomerados financieros. Esto requiere una coordinación más estrecha entre los supervisores de la banca y los de valores. Si esto no se hace, las realidades competitivas continuarán conduciendo a un traslado de la actividad comercial desde entidades más reguladas a menos reguladas, aumentando los riesgos de seguridad y solvencia del sistema financiero.

En tercer lugar, aunque los acuerdos sobre los requerimientos de capital para bancos —y en el futuro próximo para sus actividades titulizadas— en el contexto de Basilea proporcionan una entrada reguladora clave, también se necesita hacer un gran esfuerzo para lograr acuerdos sobre normas, por ejemplo, normas de contabilidad y de divulgación. Estos acuerdos necesitan ser logrados primero globalmente dentro de cada industria financiera por sus reguladores (por ejemplo, la banca, los valores y los seguros) y luego, se necesita lograr acuerdos para coordinar tales normas. Se debe recalcar en forma especial, la integración de los representantes de los PVD en estos esfuerzos, ya que sus normas, con frecuencia, pueden ser más bajas o particularmente diferentes de aquellas de los países desarrollados.

73

En cuarto lugar, se necesita hacer un trabajo adicional para mejorar aspectos específicos tan cruciales como la organización de sistemas de ajuste de cuentas para los valores, de manera de evitar que actúen como fuentes independientes del riesgo sistémico. Los sistemas de ajuste organizados ofrecen la oportunidad de reducir o redistribuir los riesgos de forma que proporcione mejor protección para los participantes tanto en los mercados como en el sistema en conjunto. Las medidas necesarias para mejorar y acelerar los acuerdos sobre las medidas dentro y entre los mercados nacionales de valores son: acortar los períodos de los ajustes, vincular los sistemas de ajuste entre países de procedencia y países receptores y, especialmente, lograr una buena y simultánea entrega de valores contra pago de éstos.

En quinto lugar, como se señaló anteriormente, podría haber una creciente necesidad de lograr mayor integración global de una ley de contratos, de manera que los contratos puedan ser denunciados internacionalmente, y los reguladores puedan ejecutar los procedimientos de liquidación que sean internacionalmente justos. Tal integración legal facilitaría tanto una mayor integración financiera global y ayudaría a hacer la tarea de los reguladores

más efectiva e imparcial. Naturalmente, esta tarea plantea difíciles problemas en relación a la promoción de tratados internacionales.

En sexto lugar, los problemas analizados anteriormente —y otros surgidos de la globalización y de la creciente complejidad de las finanzas— parecen requerir la creación de una poderosa y progresiva capacidad institucional a nivel internacional. Como mínimo, esto requeriría en particular un fortalecimiento sustancial de IOSCO y una integración más estrecha de todos los países con el Acuerdo de Basilea. Una aproximación más ambiciosa —mucho más difícil de implementar pero mucho más satisfactoria— sería crear un comité global de reguladores¹⁷ con los bancos centrales y otros representantes regulatorios y posiblemente con miembros del sector privado. Tal comité podría, establecer requerimientos de capital mínimo aceptable para todas las instituciones financieras más importantes, establecer uniformidad en las normas de transacciones, de información al mercado, etc... y monitorear el desempeño de los mercados y de las instituciones financieras.

74

Una de las virtudes de tal desarrollo es que se lograría una verdadera perspectiva global sobre la regulación, integrando tanto la perspectiva funcional como la nacional; actualmente, tales perspectivas globales son difíciles de lograr puesto que los reguladores responden a sus jurisdicciones y sus estructuras conceptuales (tanto a nivel nacional como al funcional). Claramente, ésta es una tarea más bien de largo plazo.

Además de las iniciativas descritas anteriormente en un nivel regulatorio, se pueden sugerir dos iniciativas, una que específicamente se centra en los PVD y la segunda, en una propuesta de un impuesto internacional. Existe una necesidad específica para que muy urgentemente se monitoree en forma precisa el tamaño y la composición de los flujos de entrada de capital en los países en desarrollo. Debido a la rápida velocidad de innovación de los mercados financieros y a otros factores, ésta no es una tarea fácil. Se están llevando a cabo importantes esfuerzos en este área a través del Banco Mundial y el FMI. Más allá de monitorear, pareciera haber una necesidad de determinar al menos el impacto macroeconómico presente y posiblemente futuro de dichos flujos en los PVD. Podría haber temores de que el tamaño y/o composición de los flujos esté teniendo importantes efectos no deseados, por ejemplo, en la sobrevaloración del tipo de cambio por medio del fenómeno de la enfermedad holandesa que desincentivaría el crecimiento de la exporta-

¹⁷ H. Kaufmann, en la Conferencia de IOSCO en 1992, sugirió la creación de dicho organismo y lo llamaría "Board of Overseers of Major International Institutions and Markets".

ción o podría haber temores relacionados con que una dramática reversión de los grandes flujos podría tener futuros efectos negativos en el crecimiento o en la inflación como ocurrió en la crisis de la deuda de los 80 (aunque los mecanismos serían diferentes) o en la reciente crisis mexicana. En tales situaciones, podría haber un argumento para tomar medidas que desincentivan los excesivos flujos de entrada, especialmente de ciertos tipos de flujos (los de corto plazo).

Un punto importante es —institucionalmente— quién debería tomar la iniciativa. Claramente, el primer nivel es aquel de los gobiernos de los PVD; de este modo, los gobiernos chileno, mexicano y brasileño han tomado tales medidas en los recientes años. En segundo lugar, las instituciones regionales (por ejemplo, CEPAL en América Latina) y/o bancos de desarrollo regionales (por ejemplo, el BID) se pueden interesar. En tercer lugar, las instituciones mundiales, particularmente el FMI y el Banco Mundial necesitan interesarse y ejercer influencia, especialmente puesto que a nivel nacional la acción es insuficiente (la reciente disputa entre el gobierno argentino y el FMI sobre la necesidad de requisitos de reserva en los flujos de capitales de entrada es un buen ejemplo).

Tales acciones necesitan ante todo ser guiadas por el principio de que las entradas de capitales a los PVD deberían contribuir al crecimiento a largo plazo de los países y al desarrollo, sobre una base sostenida y que la deuda futura o que las crisis de divisas necesitan ser evitadas. La crisis de deuda de los 80 de los países en desarrollo es un fenómeno tan reciente que todos podemos recordar los “pecados por omisión” de diferentes actores claves y sacar las lecciones relevantes para el manejo del nuevo tipo de flujos privados de los 90, de tal modo que su efecto a largo plazo sea más beneficioso y sostenido.

Finalmente, una medida que puede merecer atención es la propuesta de Tobin para cobrar un impuesto internacionalmente uniforme en las operaciones de divisas al contado¹⁸. La propuesta de Tobin es de un impuesto de 0,25% sobre las transacciones de divisas. El objetivo sería reducir los movimientos especulativos de flujos de capitales de corto plazo (los cuales se verían más afectados ya que por definición cruzan las fronteras con frecuencia y serían gravados cada vez), mientras que tendría sólo un efecto marginal sobre los flujos de largo plazo. En cierta medida, esto haría aumentar la autonomía de las autoridades nacionales respecto a la política monetaria y macroeconómica, con un poco más de independencia de los efectos de los

¹⁸ J. Tobin, “Tax the speculators”, *Financial Times*, 22 de diciembre de 1992.

mercados internacionales de dinero. Tal autonomía sería particularmente valiosa para los países en vía de desarrollo puesto que sus economías se adaptan con menos facilidad a los shocks externos y porque sus mercados financieros más reducidos son más vulnerables al impacto de flujos de entradas y salidas de capitales. La propuesta sería particularmente atractiva para los países en desarrollo si los beneficios de los procedimientos de esta propuesta fuesen, como sugirió Tobin, al Banco Mundial.

Esta propuesta es diferente de las otras siete listadas anteriormente y puede parecer más radical. No obstante, existe un sentimiento generalizado, aún en círculos privados de que la liberalización financiera podría haber llegado demasiado lejos o al menos demasiado rápido y que la liberalización financiera llevada al extremo podría incluso correr el riesgo de dañar muchísimo la liberalización más importante del comercio cuyos beneficios son mucho más reconocidos universalmente. Además, un nuevo impuesto sería atractivo para los gobiernos apremiados fiscalmente.

76

Por lo tanto, un pequeño impuesto sobre los flujos financieros —que particularmente desincentivaría los flujos de corto plazo— podría ser un desarrollo positivo. Se podría introducir una base temporal durante un período fijo, por ejemplo, 5 años. Esto también sería consistente con la muy generalizada percepción de que la fragilidad financiera y el riesgo sistémico son particularmente elevados en la actual etapa de “transición” desde los mercados financieros regulados a los desregulados.

El impuesto tendría una ventaja adicional. Podría facilitar inmensamente el monitoreo de los flujos financieros internacionales proveyendo de información centralizada sobre tales flujos. Esto podría ser particularmente valioso, para los flujos nuevos y para aquellos que van a los países en desarrollo, donde existe una particular falta de información.

Sin duda que, los problemas técnicos necesitarían ser superados. Una institución como el FMI sería muy competente para tratarlos. De forma más seria, probablemente sería la oposición de ciertas partes de la comunidad financiera la que presionaría en contra de tal propuesta. Sin embargo, el atractivo de la idea, y un aparente aumento de apoyo para este tipo de iniciativa podría conducir a que tal medida innovadora se tomase a nivel mundial.

Robert Devlin
Ricardo Ffrench-Davis
Stephany Griffith-Jones(*)

Flujos de Capital y el Desarrollo en los Noventa: Implicaciones para las Políticas Económicas(**)

Introducción

Los mercados internacionales de capitales han crecido espectacularmente desde mediados del decenio de 1960. Si bien los movimientos de capital reflejan en parte la expansión de la economía mundial, el aumento del comercio internacional y la globalización de la producción, están vinculados también con factores puramente financieros que aumentan a un ritmo notablemente más rápido. En el decenio de 1960, la creciente presencia de centros financieros internacionales extraterritoriales con muy poca regulación estimuló los movimientos de capital al dar cabida a la evasión de la reglamentación financiera nacional, los controles del capital y los impuestos. Luego, en los decenios de 1970 y 1980, muchos países comenzaron a liberalizar sus sectores financieros nacionales y a relajar o abandonar la regulación de las “transacciones de divisas. Ello, combinado con revolucionarios avances tecnológicos en la gestión de la información y de las telecomunicaciones y el surgimiento de técnicas financieras cada vez más perfeccionadas, contribuyó a un auge de los flujos financieros nacionales e internacionales.

77

(*) Agradecemos los valiosos comentarios recibidos en seminarios realizados en la Brookings Institution, el Instituto de Estudios Latinoamericanos de la Universidad de Londres, el BID, el Centro de Desarrollo de la OCDE, la Secretaría de las Naciones Unidas en Nueva York y la CEPAL en Santiago. En particular, agradecemos los comentarios de Guillermo Calvo, Sebastián Edwards, Felipe Larraín, Helmut Reisen y John Williamson.

(**) Versión modificada del capítulo que será publicado en Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (comps), *Los nuevos flujos financieros hacia América Latina: fuentes, efectos y políticas*, Fondo de Cultura Económica, México.

Resulta prematuro hablar de mercados financieros integrados, puesto que la movilidad del capital internacional claramente está lejos de ser perfecta. No obstante, no hay duda de que los flujos de capital y la integración financiera internacional aumentan velozmente. Estas circunstancias han causado controversia. En un extremo están aquellos que ven la creciente integración como un signo de mayor eficiencia; según esta interpretación, los mercados están superando la represión financiera que caracterizaría a una ineficiente regulación gubernamental. En el otro extremo están aquellos que consideran que el auge de los flujos de capital constituye una especulación de alto riesgo que amenaza la soberanía nacional. Por supuesto, entre esos dos extremos hay varias posturas intermedias que reconocen las importantes ventajas potenciales de una mayor movilidad del capital internacional, pero a las que también preocupan cuestiones como la sostenibilidad, composición y plazos de los flujos de capital, y la necesidad de asegurar que resulten compatibles con la estabilidad macroeconómica, la competitividad internacional, el crecimiento y la equidad social.

78

Ultimamente, esta controversia ha alcanzado crucial importancia para América Latina. En el decenio de 1980, quedaron en gran parte rotos los vínculos con los mercados de capital internacional como resultado de la crisis de la deuda¹. Sin embargo, la región disfrutó de un fuerte auge de los flujos de capital durante el período 1991-94. Estos flujos fueron muy valiosos inicialmente porque removieron una restricción externa dominante que contribuía a los bajos niveles de inversión y a una grave recesión económica en la región. Sin embargo, la creciente afluencia de capitales también tuvo un efecto indeseado en la evolución de los tipos de cambio, el grado de control sobre la oferta de dinero, los pasivos externos, y la futura vulnerabilidad ante nuevos shocks externos.

En la sección I se examinarán los fundamentos conceptuales del papel de los flujos externos de capital en el desarrollo, y el tema de la liberalización financiera y la apertura de la cuenta de capital. La sección II se centrará en los orígenes del reciente auge de los flujos de capital y en algunas de las consecuencias que en materia de políticas se derivan del comportamiento de la oferta de fondos. En la sección III se hará una evaluación de los efectos de dichos flujos de capital en las economías de América Latina y un examen de las implicaciones en materia de políticas.

¹ Véase un detallado análisis de la inserción de la región en los mercados de capital en el decenio de 1970 y el surgimiento de la crisis de la deuda en Ffrench-Davis (1983); Devlin (1989); Feinberg y Ffrench-Davis (1988); Griffith-Jones y Rodríguez (1992); Banco Mundial (1993), y Devlin y Ffrench-Davis (1994).

Hay un tema preponderante común que emerge de este trabajo. Los flujos de capital son sin duda un instrumento extremadamente valioso en el desarrollo económico y en el proceso de integración de la economía mundial. Sin embargo, la naturaleza intertemporal de las transacciones financieras y lo incompleto de los instrumentos existentes, contribuyen a que los mercados financieros se hallen entre los de funcionamiento más imperfecto en la economía de mercado. Por lo tanto, el mejoramiento de la información, la regulación del sector financiero y una macrogestión amplia y prudente (directa e indirecta) de los flujos financieros constituyen un bien público respecto del cual los gobiernos tienen un papel compartido: en el desempeño de la oferta en el caso de las autoridades de países industriales, y en la demanda en el caso de las autoridades de los países en desarrollo, coordinadas, cuando corresponda, por los organismos internacionales. La inacción puede tener un costo sustancial. En efecto, el elevado valor de esos bienes públicos, y el costo de no aplicarlos, fue evidente en la crisis mexicana de fines de 1994.

Movilidad del Ahorro Externo y Apertura de la Cuenta de Capital

El capital externo y el desarrollo

79

En los últimos años, se había prestado cada vez más atención a los positivos aportes de la movilidad del capital en general, lo que dió lugar a recomendaciones de políticas para la apertura de la cuenta de capital. Los argumentos en favor de un capital de libre movilidad están respaldados por sólidos planteamientos teóricos. Desafortunadamente, el mundo real subóptimo en que vivimos puede condicionar seriamente muchas de las apreciaciones de los textos. Ello crea preocupación en cuanto a seguir y aplicar teorías de moda de manera demasiado literal, sin prestar atención a las importantes advertencias que pueden surgir de una evaluación más empírica del papel de la movilidad del capital en el proceso de desarrollo. Esto se puede ilustrar examinando algunas de las razones más frecuentemente mencionadas para promover una mayor movilidad del capital. Entre las principales se hallan: la canalización del ahorro externo hacia los países con insuficiencia de capital y el financiamiento compensatorio de los shocks externos, que ayuda a estabilizar el gasto interno.

A nivel agregado, se dice que los movimientos de capital desde los países desarrollados hacia los en desarrollo aumentan la eficiencia de la asigna-

ción de los recursos mundiales (Mathieson y Rojas-Suárez, 1993), porque el rendimiento real de la inversión marginal en los países con abundancia de capital es por regla general más bajo que el de los países con escasez de capital. Como en el caso de muchos razonamientos teóricos, los resultados previstos dependen del cumplimiento de algunas condiciones. Entre ellas está la de que los mercados financieros, que intermedian la mayoría de los movimientos internacionales de capital, deben contar con lo que Tobin (1984) denomina “eficiencia fundamental de la valoración”, es decir, las valoraciones del mercado deben reflejar apropiadamente el valor actualizado de los retornos que razonablemente se prevea que generen los activos en cuestión a lo largo del tiempo.

La calidad con que se determinen los precios es extremadamente importante porque éstos son la principal señal para la reasignación del capital por el mercado. Desgraciadamente, se sabe que los movimientos de precios en los mercados financieros a menudo no reflejan aspectos fundamentales (Tobin, 1984; Kenen, 1993; Stiglitz, 1993). De ese modo, hay estudios empíricos (resumidos en Tobin, 1984; Lessard, 1991; Akyuz, 1993) así como análisis históricos (Kindleberger, 1978) que sugieren que la asignación de recursos en los mercados de capital suele sufrir graves ineficiencias.

80

En el corto plazo las imperfecciones pueden hacer que los mercados financieros asignen demasiado o muy poco capital (en relación con la rentabilidad implícita) a algunos receptores en un momento dado. Cuando la asignación ineficiente de corto plazo es muy cuantiosa, puede inducir una crisis y tener consecuencias devastadoras para las empresas, sectores productivos y países.

Estos trastornos de corto plazo en el financiamiento, que perturban gravemente la producción y distorsionan la rentabilidad del capital, pueden otorgar ventajas y desventajas a diferentes agentes económicos, los que en sí mismos pueden convertirse en elementos determinantes de la rentabilidad y, por consiguiente, de las tendencias en la asignación de los recursos (Devlin, 1980). Es evidente que el fenómeno de la histéresis es extremadamente pertinente en el terreno de lo financiero y su interrelación con la economía real (Reisen, 1994, cap. 10).

La movilización del ahorro externo es el rol clásico para los flujos de capital hacia un país en desarrollo. Ese ha sido el argumento más tradicional y ciertamente el más poderoso en favor de la movilidad del capital internacional y de los flujos hacia los países menos desarrollados. De hecho, los flujos de ahorro externo pueden complementar el ahorro interno, aumentar

los niveles de inversión y estimular el crecimiento. A su vez, la expansión del ingreso global puede aumentar aún más el ahorro interno y la inversión, creando de ese modo un círculo virtuoso en el que hay una expansión económica sostenida, con la eliminación a la postre de la deuda externa neta y la transformación del país en un exportador de capital (véase CEPAL, 1995, cap. X).

Si bien ese marco de análisis tradicional es muy estilizado, tiene algunas fuertes connotaciones. En primer lugar, los flujos externos de capital deben dirigirse sostenidamente a aumentar la inversión agregada y no desviarse hacia el consumo. En segundo lugar, se requiere un enérgico esfuerzo encaminado al ahorro interno: desde el comienzo de un ciclo de deuda, la tasa marginal de ahorro debe mantenerse a un nivel que sea mucho más alto que el de la tasa media de ahorro del país y también considerablemente mayor que la tasa de inversión, permitiendo de esa manera a la larga la formación de un superávit de ahorro para la amortización de la deuda. En tercer lugar, la inversión debe ser eficiente. En cuarto lugar, el país debe invertir resueltamente en bienes transables con el fin de poder crear un superávit comercial lo suficientemente voluminoso para transformar el ahorro interno en moneda convertible, de modo de atender el servicio de la deuda. En quinto lugar, se requieren acreedores que estén dispuestos a proporcionar corrientes de financiamiento estables y en términos razonables.

81

Estas condiciones pueden no cumplirse en la práctica: es posible que los países experimenten una sustitución del ahorro interno por ahorro extranjero; las inversiones pueden no siempre ser eficientes o encauzadas suficientemente hacia bienes comerciables, y el comportamiento de los acreedores puede diferir de la modalidad deseada. En verdad, por convincente que sea el argumento tradicional en favor de la transferencia del ahorro internacional hacia países relativamente más pobres, los problemas mencionados y las consiguientes crisis de pagos han causado a menudo que este valioso mecanismo de desarrollo funcione sólo débilmente.

La movilidad del capital también puede contribuir a distribuir a lo largo del tiempo los costos de las diferencias intertemporales entre la producción y el gasto. Sin embargo, este proceso no siempre puede evolucionar sin tropiezos en la práctica. Si las oscilaciones transitorias de las variables externas son relativamente predecibles, los mercados libres de capital podrían proporcionar el financiamiento deseado sin mucha dificultad. No obstante, para los mercados no siempre es fácil determinar si un cambio desfavorable de la coyuntura en el sector externo será o no transitorio y por cuánto tiempo, y esa incertidumbre, junto con las imperfecciones de los mercados internacio-

nales de capital (especialmente las asimetrías de información y los problemas de aplicación efectiva de las normas, Stiglitz y Weiss, 1981), representa obstáculos para la llegada de cantidades suficientes de financiamiento externo en los momentos requeridos.

Cuando esta valiosa función de movilidad del capital internacional se cumple sólo en forma imperfecta, los costos del ajuste para los países en desarrollo pueden ser enormes. Ello se debe a que frente a un shock externo negativo (y reservas internacionales del país fácilmente agotables), toda disminución de la afluencia de capital exigirá una inmediata reducción del gasto interno para reequilibrar la balanza de pagos. La producción casi con seguridad caerá debido a las rigideces naturales que entorpecen la reasignación de los recursos, en tanto que habrá también tendencia a que se produzca una reducción desmesurada de la inversión. El ajuste externo de América Latina en el decenio de 1980 ilustra muy bien estos puntos (CEPAL, 1984; Ramos, 1985; Devlin y Ffrench-Davis, 1994).

Si el financiamiento se trata analíticamente en forma análoga a los bienes, podrían suponerse beneficios sociales en un comercio internacional recíproco de activos financieros: la movilidad del capital permitiría a las personas satisfacer más plenamente sus preferencias de riesgo por la vía de un mayor diversificación de sus tenencias de activos. Este microbeneficio es en la actualidad el argumento más común en favor de la movilidad del capital (Mathieson y Rojas-Suárez, 1993),² y se lo ha usado ampliamente como argumento para justificar una apertura plena de la cuenta de capital de los países desarrollados y en desarrollo por igual.

La analogía entre el libre comercio de mercaderías y el libre comercio de activos financieros puede ser errada. El comercio de activos financieros internacionales no es idéntico, por ejemplo, al intercambio entre países de trigo por textiles (Díaz-Alejandro, 1985; Devlin, 1989). Este tipo de transacción es completo e instantáneo, mientras que el comercio de instrumentos financieros es inherentemente incompleto y de valor incierto, puesto que se basa en una promesa de pago en el futuro. En un mundo de incertidumbre, mercados de seguros incompletos, costos de información y otras distorsiones, las evaluaciones ex ante y ex post de los activos financieros pueden ser radicalmente diferentes. Además, la separación en el tiempo entre una operación financiera y el pago correspondiente, junto a las barreras de información, genera externalidades en las transacciones de mercado que pueden

² Véanse en CEPAL (1995) variados planteamientos teóricos sobre los microefectos de la libre movilidad del capital externo.

magnificar y multiplicar los errores en las evaluaciones subjetivas, hasta el punto que finalmente las correcciones de mercado pueden ser muy abruptas y desestabilizadoras. Es precisamente por eso que el bienestar social puede disminuir con la desreglamentación del comercio de activos financieros y de hecho puede aumentar con cierto grado de mayor intervención pública (Stiglitz, 1993). De ese modo, algunas formas de regulación del comercio de ciertos activos financieros no sólo hacen que funcionen más eficientemente los mercados específicos, sino que además mejora el rendimiento global de la economía al acentuar la estabilidad macroeconómica y favorecer un mayor rendimiento de las inversiones a largo plazo.

La liberalización de la cuenta de capital: la evolución de las políticas

Existe un amplio consenso en el sentido de que la movilidad del capital internacional es un componente necesario del proceso de desarrollo. Sin embargo, la mayor parte de los análisis de equilibrio general examinan el capital como un todo y no tienen en cuenta condiciones importantes del mundo real como las limitaciones en materia de información, las peculiaridades institucionales de los inversionistas, la estructura del mercado en el que operan los inversionistas, el volumen y momento oportuno del financiamiento, y sus costos e inestabilidad. Estos y otros factores no siempre se combinan en formas que permitan a los países aprovechar la totalidad de los posibles beneficios de los movimientos externos de capital. En verdad, pueden y suelen ocurrir fallas sistémicas del mercado. Ejemplos frecuentes del problema son las grandes crisis financieras, acompañadas del colapso macroeconómico, que reiteradamente han aparecido en la historia económica, entre ellas la crisis de la deuda en América Latina de los ochenta y la reciente crisis mexicana.

83

a) De economías cerradas a economías abiertas

Durante los decenios de 1950 y 1960 la corriente principal del pensamiento profesional sobre el desarrollo se centró de preferencia en la actividad económica real más bien que en asuntos monetarios y financieros. Además, el análisis de los flujos de ahorro extranjero se concentró en un número muy limitado de fuentes de crédito, básicamente la ayuda y los préstamos bilaterales y la inversión extranjera directa. La mayoría de los países desarrollados y en desarrollo tenían controles amplios de los movimientos de capital.

Esta situación tenía sus raíces en la circunstancia histórica concreta de la Gran Depresión y la escasa actividad financiera internacional privada en particular, hasta los comienzos del decenio de 1960. Esta orientación de las políticas no mantuvo un monopolio de las ideas, sin embargo; en efecto, se vio enfrentada a paradigmas rivales, especialmente variaciones de la teoría económica del “laissez faire”.

Se sostuvo que se necesitaba una cuenta de capital abierta como una forma de aumentar el ahorro nacional, profundizar los mercados financieros locales, reducir los costos de la intermediación financiera mediante la intensificación de la competencia, satisfacer la demanda de las personas de contar con mayor diversificación del riesgo y optimizar la asignación de los recursos: en breve, se invocaron la mayoría de los beneficios de la movilidad del capital esbozados anteriormente.

b) Apertura y secuencia de las reformas

84

Si bien los que se sentían atraídos a este enfoque concordaban ampliamente respecto del diagnóstico y las prescripciones en materia de políticas generales, había grandes diferencias de opinión en cuanto a la puesta en práctica. Algunos sostuvieron que las reformas básicas eran parte de una “trama continua” y que debería emprenderse idealmente en forma simultánea (Shaw, 1973). Otros favorecían la ordenación secuencial de las reformas, en que la cuenta de capital se abriría sólo después de la consolidación de las otras medidas de liberalización y en que se daría prioridad a la reforma financiera interna y la liberalización comercial (McKinnon, 1973).

La cuenta de capital se consideró un área especialmente delicada, porque si se la abría en conjunción con otras reformas, podría inducir una avalancha de capitales que podría provocar una revaluación prematura del tipo de cambio, con consecuencias negativas para la liberalización comercial y la asignación de los recursos. Según ese punto de vista, un tipo de cambio competitivo era decisivo para la reforma comercial. Por consiguiente, la regulación de los flujos de capital podría justificarse como una forma de reducir temporalmente las presiones revaloratorias.

Los diversos planteamientos de políticas comenzaron a tener implicaciones reales para América Latina a mediados del decenio de 1970, cuando tres países del Cono Sur llevaron a cabo procesos de liberalización económica radicales, inspirados en parte por la hipótesis de la represión financiera y por la

simplicidad teórica del enfoque monetario de la balanza de pagos (véase Ffrench-Davis, 1983).

Había un incentivo adicional para estimular la apertura de la cuenta de capital. Muchos analistas consideraban el auge de los préstamos bancarios internacionales del decenio de 1970 un hecho inherentemente benigno para el desarrollo. Desde el punto de vista de la oferta, los mercados privados financieros, y especialmente el mercado no regulado de eurodólares, se consideraban altamente eficientes y capaces de imponer la “disciplina del mercado” a los prestatarios, en contraste con los préstamos supuestamente ineficientes y permisivos de los organismos oficiales de crédito (Friedman, 1977). Además, se estimó que las decisiones en materia de inversiones directas y de cartera se basaban en las variables claves de largo plazo (“fundamentals”) de los países, y eran por lo tanto inherentemente favorables a un mayor orden y disciplina. Desde la perspectiva de la demanda, había además una noción muy generalizada en el sentido de que si los prestatarios eran privados —en contraste con los organismos del sector público— los recursos se utilizarían eficientemente (Robichek, 1981).

Como se sabe, el experimento del Cono Sur acabó mal, pues las economías se derrumbaron bajo el peso de grandes desequilibrios de precios y burbujas especulativas en los precios de los activos, bajos niveles de inversión y ahorro internos, una enorme deuda externa, y crisis de insolvencia. Las razones que se dieron preferentemente para explicar la mala experiencia fueron fallas de los mercados financieros internacionales o la defectuosa ordenación secuencial de las reformas de liberalización, o ambas (Díaz-Alejandro, 1985; Edwards, 1984).

En lo que respecta a las fallas de mercados, se llegó a la conclusión de que simplemente no se había materializado la llamada disciplina del mercado financiero privado, porque en vez de encarar una curva de oferta de préstamos ascendente, con racionamiento del crédito, como sería de suponer en un mercado con prestamistas eficientes, muchos países en desarrollo se enfrentaron aparentemente en el decenio de 1970 a una curva horizontal de la oferta (con comisiones decrecientes cobradas por los prestamistas y apreciaciones de los tipos de cambio en los mercados de los prestatarios), lo que dio señales distorsionadas de precios para el proceso de ahorro/inversión. En cuanto a las razones de la curva horizontal de la oferta y las fallas del mercado, algunos han hecho hincapié en la existencia de garantías públicas directas o indirectas para los prestamistas y los prestatarios (McKinnon, 1991), en tanto que otros han acentuado las deficiencias de la estructura de los mercados financieros y las prácticas crediticias institucionales, así como la per-

misividad de los sistemas reguladores nacionales e internacionales (Devlin, 1989).

Con relación a la secuencia de las reformas, hay ahora cierto consenso en cuanto a que la apertura de la cuenta de capital fue prematura y debió haberse pospuesto hasta que se hubiesen consolidado otras reformas importantes y establecido los precios de equilibrio. La enseñanza que se recoge es que durante el ajuste, las cuentas de capital abiertas (especialmente en períodos de oferta elástica de financiamiento internacional) pueden inducir períodos de intensificación de la afluencia de capitales con efectos macroeconómicos y sectoriales desestabilizadores.

En primer lugar, si los mercados financieros internos son aún poco profundos y no competitivos, no podrán intermediar en forma eficiente un resurgimiento de los flujos de capital, amenazando de esa forma la estabilidad de los propios flujos. En segundo lugar, deben consolidarse los parámetros fiscales y las políticas deben ser flexibles, puesto que sin una base impositiva sólida y mecanismos fiscales flexibles, las autoridades dependerán demasiado de las políticas monetarias para regular la economía del país. Hay que añadir que la base impositiva debe ser tan sólida como para soportar niveles suficientes de gasto público, compatibles con las necesidades de desarrollo a largo plazo.

86

Por último, puesto que parte de los flujos de capital se gastan inevitablemente en bienes no comerciables, el precio relativo de estos últimos tiende a aumentar, con la consiguiente sobrevaluación del tipo de cambio real. Ello a su vez se refleja en un incremento del déficit en cuenta corriente. La revaluación real del tipo de cambio puede obviamente distorsionar la asignación de los recursos y la inversión, debilitando seriamente el objetivo estructural de mediano plazo de un país de penetrar los mercados externos con nuevas exportaciones. La sobrevaluación real tiende también a provocar costos sociales innecesarios, ya que los recursos internos con toda probabilidad tendrán que revertirse a la producción de bienes más comerciables, por la vía de una depreciación real del tipo de cambio (Edwards, 1984; Park y Park, 1993; Banco Mundial, 1993). Esto se debe a que la contrapartida del déficit en cuenta corriente es una acumulación de pasivos externos, cuyo servicio deberá efectuarse a la larga en divisas.

Se ha formado de esa manera un caudal considerable de opiniones de expertos, que instan a que la apertura de varios segmentos de la cuenta de capital ocurra solamente después de la consolidación de otros programas importantes de liberalización, especialmente en los campos del comercio y

las finanzas nacionales; de hecho, según McKinnon (1991, P. 117), “durante la liberalización, se justifica la aplicación de estrictos controles al aumento repentino de la afluencia (o salida) de capital de corto plazo” (véase también Banco Mundial, 1993).

Donde se encuentra quizá la mayor divergencia de opinión es en el tema de la velocidad de la apertura de la cuenta de capital una vez que se adopta la decisión: algunos han preconizado una apertura rápida y ambiciosa, en tanto que otros aconsejan un enfoque gradual. La primera postura es favorecida por quienes desconfían de la intervención del gobierno en los mercados de divisas y de capital o temen que los intereses creados paralicen los programas de liberalización. El segundo punto de vista procede de la creencia de que la estabilidad macroeconómica necesita además cierta secuencia en la propia apertura de la cuenta de capital. En un plano más general, se establece una clara distinción entre la entrada y la salida de capitales, y se sugiere que los países liberalicen la primera antes que la última, en parte debido a que los beneficios que pueden derivarse de las salidas de capital son más evidentes en un país que haya acumulado considerables activos en el exterior (Williamson, 1992 y 1993). Podría también haber una ordenación secuencial dentro de los componentes de entradas y de salidas: por ejemplo, el ingreso de capitales de largo plazo podría liberalizarse antes que las operaciones de corto plazo, en tanto que en el caso de la salida de capital, se podría otorgar prioridad a las inversiones directas en el exterior orientadas a las exportaciones y el crédito comercial.

87

El enfoque gradualista es más congruente con el conocimiento más profundo logrado con respecto a la secuencia más eficiente de las reformas. Así, aunque los países en desarrollo pueden haber llevado a cabo reformas radicales, es posible que pasen mucho años antes de que se den las condiciones propicias, es decir, contar con un mercado financiero nacional profundo e institucionalmente diversificado, una base impositiva consolidada y amplia, un sector exportador diversificado e internacionalmente competitivo, y una extensa variedad de mecanismos disponibles de políticas macroeconómicas—todo lo cual permitirá a sus economías absorber los movimientos no regulados de capital externo en formas que sean consecuentes con el crecimiento sostenido y la equidad social.

Los que abogan por la ordenación secuencial sólo cuestionan el orden y el momento oportuno de la liberalización, no el objetivo final de una cuenta de capital abierta. Sin embargo, la importancia decisiva de la estabilidad macroeconómica, junto al abrumador volumen de los mercados internacio-

nales de capital en comparación con el tamaño mucho menor de las economías de América Latina, y las serias imperfecciones que existen en dichos mercados, pueden hacer poco conveniente un compromiso inflexible con una cuenta de capital abierta permanentemente y en forma indiscriminada. En realidad, la creciente inestabilidad de los flujos internacionales de capital, y su tamaño, ya han dado origen a nuevos debates en los países industrializados respecto del comportamiento potencialmente desestabilizador de los mercados de capital y la posible necesidad de regularlos, especialmente en determinadas circunstancias. La reciente experiencia en México señala de nuevo la conveniencia de evitar o desincentivar los ingresos de capital financiero de corto plazo.

El Repunte de los Flujos Privados de Capital en los Noventa: Implicaciones de Políticas para la Oferta

Tendencias generales de la oferta

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

88

El primer aspecto que corresponde destacar es la extraordinaria envergadura de los flujos privados de capital hacia América Latina a comienzos del decenio de 1990, así como el hecho de que esa enorme afluencia de capitales fue inesperada. Como puede verse en el cuadro 1, la afluencia neta de capital hacia América Latina alcanzó en 1992-94 un récord, ascendiendo a un promedio de casi 61. 000 millones de dólares anuales. Además, los flujos netos de capital como proporción del PIB (a precios corrientes) alcanzaron a 5% en 1992-94, que es un nivel superior al del máximo histórico anterior (4,5% en 1977-81).

Especialmente espectacular fue el pronunciado aumento de los flujos de capital hacia México (véase nuevamente el cuadro 1), donde los ingresos netos fueron cercanos a cero en el período 1983-90, en tanto que en 1992-94 excedieron el 8% del PIB, cifra muy superior a la participación exhibida en el período 1977-81. También Argentina y Chile registraron grandes aumentos de sus flujos de capital a comienzos del decenio de 1990, pero fueron menos espectaculares que los de México³.

³ Recuérdese que Chile adoptó activas políticas para desalentar ingresos de capitales de corto plazo. Véase French-Davis, Agosin y Uthoff (1994).

CUADRO I
FLUJOS NETOS DE CAPITAL HACIA AMERICA LATINA^a
(Promedios anuales)

	Flujos netos totales				Porcentaje del PIB ^b			
	en miles de millones de dólares							
	1977-81	1983-90	1990-91	1992-1994 ^c	1977-81	1983-90	1990-91	1992-1994 ^c
América Latina y el Caribe	29.4	9.6	27.8	61.1	4.5	1,3	2,6	5,0
Argentina	1.9	1.4	1.1	10.6	2.0	2,1	0,6	5,1
Chile	2.6	1.5	2.3	3.1	12.7	7,0	7,3	7,8
México	8.2	0.8	16.3	25.2	5.1	0,2	6,3	8,5

FUENTE: CEPAL, América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial (LC/G. 1800 (SES. 25/3), Santiago, abril de 1994, capítulo IX.

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

^b Estimaciones aproximadas que son extremadamente sensibles al tipo de cambio usado para la conversión del PIB en moneda nacional a dólares estadounidenses; para 1990-94 se usó un promedio de dos estimaciones; una con tasa de cambio nominal derivada de la paridad real en 1990 y una basada en tasas corriente de cada año.

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

b) Cambios ocurridos en los tipos de flujos

Una segunda tendencia importante de los flujos de capital hacia América Latina es la apreciable diversificación de las fuentes y, sobre todo, el cambio de su composición. La participación de la inversión extranjera directa se duplicó entre 1977-81 y 1991-92, el capital accionario en cartera surgió como nueva fuente de financiamiento para la región y aumentó su importancia aún más en 1993 y 1994, al igual que los bonos, en tanto que la participación de los préstamos de bancos comerciales ha disminuido notablemente.

En general estos cambios de la estructura del financiamiento eran vistos por algunos observadores como positivos, ya que los flujos con tasas de interés variable (especialmente inadecuadas para financiar el desarrollo a largo plazo, como lo demuestra la crisis de la deuda de los años 80) representaban una proporción pequeña del total. No obstante, había problemas importantes subyacentes en esta positiva evaluación de la composición de los flujos, la mayoría de los cuales se analizarán posteriormente. Vale la pena hacer hincapié aquí en que una fuente potencial de preocupación era el hecho de que una proporción muy alta de los flujos netos de capital a comienzos de los años 90 (más alta que en las décadas previas) correspondía a flujos de corto plazo, en los que el riesgo de inestabilidad es tanto intuitiva como empíricamente más alto (CEPAL, 1995). La alta proporción de flujos de corto plazo fue un problema particularmente clave en México.

90

Finalmente, en lo que respecta a los cambios que ocurren en la composición de los flujos de capital, es importante recalcar —lo que se olvida con frecuencia— que esos cambios siguen en general tendencias semejantes a las mundiales, especialmente en cuanto a la disminución de la importancia de los créditos bancarios y el rápido aumento de los valores mobiliarios (tanto bonos como acciones). La tendencia hacia mayores flujos de corto plazo también parece ser mundial.

c) La composición regional de la oferta

Los Estados Unidos son una fuente importante de los flujos privados de capital a América Latina y el Caribe. De hecho, en lo que respecta a la IED, durante el período 1987-90, alrededor del 35% de esos flujos se originó en ese país, estimulados posteriormente por las perspectivas del NAFTA y de una mayor integración continental. En 1987-90, aproximadamente el 25% del total de la IED en la región provino de Europa (Griffith-Jones, 1994).

En materia de inversión bursátil, especialmente al comienzo, los flujos provenían muy predominantemente de fuentes con sede en los Estados Unidos (incluido el regreso de capital fugado de América Latina). De hecho, como lo señala Culpeper (1994), los inversionistas de los Estados Unidos han aportado una proporción muy importante de la inversión en acciones en las bolsas de países de América Latina, como México, Brasil y Argentina; la proporción correspondiente a México es especialmente considerable.

Con respecto a los bonos, que en 1993 se convirtieron en la fuente más importante de flujos privados de capital hacia América Latina, es extremadamente difícil distinguir el origen regional de financiamiento de bonos, especialmente en los mercados internacionales (o de eurobonos). Durante el decenio de 1990 éstos han absorbido de tres a cinco veces el volumen de las emisiones de bonos extranjeros ofrecidos en los principales mercados internos de los Estados Unidos, Japón y Europa. Empero, merece destacarse el hecho de que una proporción extremadamente alta de bonos latinoamericanos se emiten en dólares, lo que es un indicio de que los inversionistas con sede en los Estados Unidos (incluido el capital fugado de América Latina) constituyen una fuente importante de dicho financiamiento. La alta proporción de bonos expresados en dólares parecería reflejar las preferencias de los inversionistas y la composición de monedas de los ingresos de las compañías latinoamericanas. Además, las bajísimas tasas de interés en los Estados Unidos en el período 1991-93 estimularon a los inversionistas basados en los Estados Unidos a comprar valores latinoamericanos.

Por consiguiente, se puede concluir que, en lo que respecta a los flujos dirigidos a los países de América Latina, los prestamistas e inversionistas con sede en los Estados Unidos surgieron a comienzos del decenio de 1990 como la fuente principal; ello parece estar vinculado a varios factores, que incluyen factores tradicionales como la proximidad geográfica, los fuertes vínculos políticos y un mejor conocimiento de la zona, a los cuales se añaden factores bastante nuevos, como las perspectivas de integración hemisférica y la considerable diferencia de rentabilidad entre las inversiones en los Estados Unidos y aquellas en América Latina. Los flujos provenientes de Europa, aunque menores que los de los Estados Unidos, son más importantes de lo que generalmente se percibe en la región, y parecen haber tenido ciertas características que les otorgan especial interés. Por ejemplo, los inversionistas extranjeros directos de Europa se han desempeñado como "amigos en la mala", en 1983-88, cuando los flujos netos de IED desde Japón disminuyeron y los de Estados Unidos se tornaron negativos (debido a la crisis de la deuda); el financiamiento europeo disminuyó mucho menos, y

se convirtió en la fuente principal de flujos de IED hacia América Latina (Griffith-Jones, 1994). Además, la inversión europea en esos países es especialmente activa en las manufacturas, en contraste con la de los Estados Unidos y Japón, que se destina principalmente a los sectores primarios.

d) Algunas similitudes y diferencias entre los flujos de capital de varias regiones

Hay algunas similitudes y diferencias significativas entre los flujos de capital que se originan ya sea en los Estados Unidos, Europa o Japón. Aunque esas comparaciones son útiles para una mejor y más profunda comprensión de los diferentes mercados, es preciso hacer hincapié en que la distinción tiene sus límites, debido a la creciente internacionalización de esos mercados.

92 Una similitud general entre los tres grandes mercados analizados es que en todos ellos los inversionistas institucionales, especialmente los fondos de pensiones y las compañías de seguros, han visto aumentar extraordinariamente sus activos totales en el último decenio (véase el cuadro 2). Es el caso sobre todo de los fondos de pensiones y compañías de seguros de los Estados Unidos, cuyos 5 a 6 billones de dólares en activos a fines de 1992 representaban casi el 15% de todos los activos financieros y más del 30% de los activos de instituciones financieras en ese país. Los activos japoneses y europeos de inversionistas institucionales (especialmente los del Reino Unido) son también muy cuantiosos, y han crecido con rapidez (Chuhan y Jun, 1994).

Al mismo tiempo, ha habido una clara tendencia, en algunos inversionistas institucionales, hacia el aumento de la proporción de activos en el exterior, como porcentaje de sus activos totales (véase Griffith-Jones, 1994, cuadro 12). Especialmente pronunciado ha sido el aumento de esa proporción en los fondos de pensiones del Reino Unido, donde en 1990 alcanzó a cerca de 20%, y en los fondos de pensiones holandeses, donde llegó a 15%. Ello contrasta marcadamente con los fondos de pensiones alemanes, donde en 1990 sólo el 1% del total estaba en activos en el exterior. Los fondos estadounidenses se hallan en una posición intermedia, ya que su proporción de activos en el exterior era aún bastante baja en 1990 (4% del total), pero es probable que aumente acentuadamente pues los expertos que asesoran a estos fondos han recomendado que incrementen rápidamente su inversión en el exterior. Como resultado de esas tendencias, hay una cuantiosa oferta real y potencial de fondos para inversión en los países en desarrollo, y en especial en América Latina.

CUADRO 2
ACTIVOS TOTALES DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES
(En miles de millones de dólares)

	1980	1988	1990	1991	1992
Fondos de pensiones					
Canadá	43,3	131,3	171,8	188,4	—
Alemania	17,2	41,6	55,2	58,6	67,5 ^d
Japón	24,3	134,1	158,8	182,3	191,9
Reino Unido ^b	151,3	483,9	583,5	642,7	—
Estados Unidos	667,7	1.912,2	2.257,3	3.070,9	3.334,3
Cias. de seguros de vida					
Canadá ^c	36,8	85,5	106,1	118,1	—
Alemania	88,4	213,6	299,5	325,7	375,3 ^d
Japón	124,6	734,7	946,9	1.113,7	1.214,9
Reino Unido ^b	145,7	358,9	447,9	516,7	—
Estados Unidos	464,2	1.132,7	1.367,4	1.505,3	1.624,5
Cias. de seguros					
Canadá ^c	46,0	108,2	132,9	141,4	—
Alemania ^a	125,1	301,1	425,8	453,1	529,3 ^d
Japón	159,2	890,7	1.137,2	1.329,2	1.433,3
Reino Unido ^b	177,0	431,1	533,2	606,3	—
Estados Unidos	646,3	1.586,6	1.896,6	2.096,9	2.253,2

FUENTES: Statistics Canada, *Quarterly Estimates of Trusteed Pension Funds & Financial Statistics*; *Bank of Canada Review*; Statistics Canada, *Financial Institutions' Financial Statistics*; *Geschäftsberichts des Bundesaufsichtsemtes*; Bank of Japan, *Economic Statistics Monthly*; Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*; Central Statistical Office, *Financial Statistics*.

^a Fondos de pensiones para 1980 y 1988.

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

^c Activos de tenencia canadiense.

^d Cifras corresponden a septiembre de 1992.

Una segunda tendencia similar en los principales países es que han ocurrido cambios de reglamentación que mejoran el acceso de los países en desarrollo a sus mercados de valores. Quizás de especial importancia han sido las medidas que facilitan el acceso a las bolsas de valores de los Estados Unidos y a la inversión de entidades estadounidenses en los mercados bursátiles latinoamericanos (véase Culpeper, 1994). Ello ha sido un factor decisivo en la transmisión de inestabilidad entre las bolsas del continente. En medida menor ha habido una liberalización en algunos países europeos; por ejemplo, la junta de inversiones en valores del Reino Unido (Securities Investment Board) ha propuesto la abolición del concepto de mercados aprobados para las sociedades de inversionistas individuales.

Recolección de información

Debido a que los mecanismos a través de los cuales fluye el capital hacia los países de América Latina en el decenio de 1990 son en general nuevos, los datos sobre esos flujos de capital tienden a ser incompletos. La información sobre los flujos de cartera es particularmente incompleta.

94 Un segundo aspecto respecto del cual los datos son insuficientes e incompletos es la información —a disposición de los corredores de bolsa, los administradores de carteras de inversiones y en especial de los inversionistas institucionales— sobre las economías de América Latina y sobre las empresas. Cuando los prestamistas perciben que saben menos que los prestatarios acerca de los riesgos crediticios, ellos pueden optar por racionar el crédito más bien que aumentar las tasas de interés, especialmente a los prestatarios cuya calidad crediticia es más difícil de determinar (Stiglitz y Weiss, 1981). Ello tenderá a ocurrir en una situación en que aumenta la incertidumbre, lo que puede causar inestabilidad financiera (Mishkin, 1991). La crisis que comenzó en diciembre de 1994 en parte ilustra este fenómeno.

En consecuencia, hay fuertes razones prácticas y teóricas para mejorar apreciablemente la calidad de la información acerca de los prestatarios latinoamericanos que reciben los diferentes inversionistas o prestatarios. En especial, debe hacerse contactos más a fondo, para encauzar la información directamente hacia, por ejemplo, los administradores de los grandes fondos de pensiones y seguros. En lo que incumbe al mercado de los Estados Unidos, Culpeper (1994) informa que la principal limitación que afecta a los emisores de acciones o bonos parece ser ahora la transparencia de sus ante-

cedentes financieros. Por esta razón, la puesta en práctica a través de toda la región de normas de contabilidad generalmente aceptadas (GAAP) sería una forma muy eficaz de dar a las empresas de América Latina un mayor acceso al mercado de los Estados Unidos. Hay un tercer aspecto sobre el cual la información y el análisis fueron muy incompletos, y tiene que ver con el uso final que se daba a los flujos privados en los diferentes países receptores. ¿En qué medida se encauzan esos flujos hacia la inversión? ¿Cuán eficiente es esa inversión? ¿Qué proporción de esa inversión se destina a bienes transables? Las respuestas serían muy decisivas para ayudar a determinar si el ingreso de capitales contribuirá realmente al crecimiento y el desarrollo a largo plazo, y si se reducirá al mínimo el peligro de una grave crisis en el futuro. La responsabilidad principal en lo que se refiere al seguimiento del uso de dichos flujos parecería corresponder a los bancos centrales y los reguladores de los países receptores, aunque se esperaría también que los prestamistas e inversionistas (así como los bancos centrales y las autoridades reguladoras de los países de procedencia) se interesasen profundamente en el tema.

Los riesgos financieros de los nuevos flujos de capital

95

Los beneficios de la interacción con los flujos de capital privado, para el desarrollo de las economías receptoras, dependen en gran parte de un acceso estable y predecible a los mercados financieros. El riesgo de restricciones abruptas de la oferta o aumentos pronunciados del costo y acortamiento de los plazos de vencimiento de los pasivos externos está determinado en parte por las percepciones del riesgo y, por consiguiente, las políticas de los países receptores. Sin embargo, desde el punto de vista de los países en desarrollo, el acceso puede estar también fuertemente condicionado por una dinámica de la oferta determinada en forma exógena y relacionada con las políticas macroeconómicas de los países industriales y las normas de regulación prudencial.

Desde esta última perspectiva, es ahora evidente que América Latina enfrentaba riesgos considerables de inestabilidad con respecto a los nuevos flujos financieros del decenio de 1990. En primer lugar, hay cierto consenso en el sentido de que uno de los motores que impulsó la nueva afluencia de capital ha tenido una base exógena, en un ámbito de relajación coyuntural de la política monetaria en el área de la OCDE, y la consiguiente baja espectacular de las tasas internacionales de interés, especialmente las de los Estados Unidos al comienzo de los noventa (Calvo, Leiderman y Reinhart,

1993). Las mayores rentabilidades en la región han atraído a inversionistas que se habían acostumbrado a un decenio de tasas de interés relativamente altas en el área de bajo riesgo de la OCDE. Además, dadas las circunstancias coyunturales especiales de América Latina —recuperación de una profunda y prolongada recesión— los inversionistas pudieron captar una alta rentabilidad, con costos de información bajos, puesto que la necesidad de discriminar entre países y empresas no era grande. Todo aumento importante de las tasas internacionales de interés, junto a los mayores costos de una información que permita determinar dónde la inversión producirá una alta rentabilidad, iba a inducir un cambio de orientación de los flujos de capital de algunos de los inversionistas menos comprometidos. Ilustra este punto el fuerte efecto negativo en la afluencia de capital hacia la región del aumento relativamente moderado de las tasas de interés de los Estados Unidos en 1994.

96

Los mercados financieros internacionales pueden también ser más vulnerables que en el pasado desde el punto de vista estructural a las fluctuaciones de precios y volúmenes. Por ejemplo, muchos instrumentos financieros nuevos son complejos y a veces no plenamente comprendidos por todos los participantes, o incluso los intermediarios que gestionan las transacciones. Existe un creciente potencial de inestabilidad, a medida que los instrumentos derivados se tornan cada vez más importantes en la actividad financiera; por una parte, esas operaciones no están reguladas, no tienen normas relativas a los márgenes o al capital; por otra parte, la comercialización de esos instrumentos es impulsada por las comisiones iniciales que el vendedor devenga inmediatamente sin riesgo. Finalmente, la información sobre las operaciones de derivados es extremadamente insuficiente.

Además de los riesgos sistémicos, los países debieron también tener conciencia de los riesgos específicos potenciales de las modalidades particulares con las cuales el capital fluye hacia América Latina en el decenio de 1990.

Una fuente importante de nuevos flujos hacia la región son los bonos. Su ventaja es que a menudo tienen una tasa de interés fija. Sin embargo, como se analiza en Griffith-Jones (1994), el vencimiento promedio de esos bonos para América Latina en el decenio de 1990 es muy corto (alrededor de cuatro años). Ello implica que una gran parte del stock podría ser retirado con bastante rapidez, si los bonos no se renovaran. Menos espectacular, pero también causa de inquietud, es el riesgo de que, de ser posible la renovación de los bonos, el costo de los empréstitos aumente considerablemente; como los vencimientos son tan cortos, podría surgir muy pronto el aumento de

costos. En el caso de gran parte del financiamiento del gobierno de México, éste se hizo con papel de muy corto plazo.

Otra forma nueva de financiamiento privado para América Latina es la inversión externa en acciones. Tiene la ventaja de poseer cierto grado de sensibilidad cíclica de los dividendos. No obstante, estos flujos de capital suponen muy importantes riesgos de volatilidad para los países receptores. Los inversionistas pueden, por diferentes razones, no sólo dejar de invertir en acciones, sino tratar de vender sus valores rápidamente, si temiesen un empeoramiento de las perspectivas en el país. Ello se traduce en presiones sobre el tipo de cambio o en caídas de los precios en la bolsa de valores local, como se ha visto recién. Esto último podría tener un efecto negativo en la demanda agregada, a través del efecto riqueza, y en el sistema financiero interno, especialmente si los bancos y las operaciones de valores están estrechamente integrados ya sea a través de participaciones cruzadas o endeudamiento de los inversionistas. Mientras el movimiento de los mercados dependa en una proporción significativa de participantes que se especializan en el corto plazo, y los mercados nacionales de valores permanezcan poco profundos, los riesgos de gran inestabilidad serán inherentes a esta nueva modalidad de financiamiento externo.

En lo que respecta a los flujos de inversión extranjera directa, parecen ser en general más estables y de largo plazo. Por lo tanto, es deseable que una proporción de los flujos de capitales mucho mayor que en los años setenta llegue en forma de IED hacia América Latina.

97

Iniciativas de políticas respecto de la oferta

Una serie de medidas de política pueden contribuir a mejorar el nivel y la calidad de la oferta de fondos privados.

a) Hacer presión para eliminar las barreras reguladoras discriminadoras

La buena comprensión de las regulaciones y sus cambios permite a los países prestatarios identificar las barreras en los países de procedencia —que todavía entrañan una discriminación a los prestatarios de América Latina— que no estén basadas en razones económicas. La aplicación de restricciones muy estrictas, en algunos países de procedencia, a la capacidad de los inversionistas institucionales de diversificarse hacia las regiones en desarrollo parecería ser sólo uno de varios ejemplos posibles.

b) Participar en deliberaciones mundiales sobre la regulación

Hay varios foros, ya sea mundiales, como la Organización Internacional de Comisiones de Valores, o de países industriales, como el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (BIS), donde se analizan aspectos relativos al riesgo sistémico de los flujos internacionales, y se sugieren o ponen en práctica reglas orientadas a reducir el riesgo sistémico o proteger a los inversionistas.

Los bancos centrales y gobiernos de América Latina deben tratar activamente de participar en esos foros sobre regulación, en los cuales deben promover cambios que signifiquen la reducción del riesgo sistémico internacional. De hecho, un menor riesgo sistémico en el plano internacional beneficia a los países de América Latina, que históricamente han sido especialmente vulnerables a la inestabilidad en los mercados financieros mundiales.

c) Participación en las deliberaciones sobre políticas macroeconómicas

98

Como se mencionó anteriormente, la sustentabilidad de los flujos privados de capital, y la capacidad de una rápida retirada que pudiera traducirse en una crisis, no depende solamente de la estructura y la regulación de los mercados internacionales de capital; depende también decisivamente de las condiciones macroeconómicas mundiales.

Por esa razón, parece importante que los gobiernos de América Latina reciban la oportunidad de participar en deliberaciones de coordinación macroeconómica mundial (como las que se tratan en el G7), particularmente en el caso de las variables, como las tasas de interés y los tipos de cambio, que les afectan tan directamente. Los países de América Latina deben también plantear sus inquietudes y puntos de vista a las autoridades de los principales países industriales en lo que atañe a las posibles repercusiones de las políticas macroeconómicas de esos países en las economías de América Latina. Una vez más, el BID o la CEPAL pueden ser especialmente eficaces.

Un paso importante pero insuficiente hacia la coordinación macroeconómica regional se dio en abril de 1994, cuando los gobiernos de Canadá, México y los Estados Unidos (miembros de NAFTA) llegaron a un acuerdo para establecer un fondo de estabilización cambiaria de 8.800 millones de dólares. El acuerdo se produjo después de que el peso experimentara varias semanas de inestabilidad e incertidumbre, amenazando socavar el programa económico del gobierno.

Ese tipo de mecanismo se debió ampliar durante la crisis de diciembre de 1994. El debate se centra en si tales mecanismos se deberían institucionalizar más, o si ello crearía riesgo moral⁴.

El Resurgimiento de los Flujos de Capital en el Decenio de 1990: Cuestiones Relacionadas con las Políticas desde el Punto de Vista de la Demanda

Flujos de capital y sus efectos macroeconómicos

El repentino resurgimiento de la afluencia de capital proporcionó el financiamiento necesario para continuar, en una forma más eficiente, los programas de ajuste estructural iniciados por diversos países en el decenio de 1980. Sin embargo, planteó desafíos en cuanto a salvaguardas destinadas a impedir crisis financieras, a garantizar la estabilidad y sustentabilidad de los equilibrios macroeconómicos y a promover las inversiones. Un tópico de relevancia creciente se refiere a los programas antiinflacionarios basados en la apreciación cambiaria. Ha resurgido como elemento clave para la formulación de políticas un examen a fondo de esos problemas.

99

Para la región en conjunto, la entrada de capitales tuvo efectos positivos de tipo keynesiano en el sentido de que removi6 temporalmente la restricci6n externa dominante, permitiendo que se usara m6s plenamente la capacidad productiva, y con ello que se recuperara la producci6n, los ingresos y el empleo. La supresi6n de la restricci6n externa en los a6os recientes, ha contribuido a la reanudaci6n del crecimiento econ6mico, cuya tasa anual aument6 de 1,6% en 1983-90, a 3,4% en 1991-93 (cuadro 3, l6nea 17) y a 3,7% en 1994.

La recuperaci6n se bas6 principalmente en el hecho de que la mayor disponibilidad de ahorro externo ha hecho posible financiar las mayores importaciones asociadas a un aumento del uso de la capacidad productiva existente; ello, a trav6s de su efecto en la producci6n y los ingresos, ha reactivado la demanda agregada. El efecto expansivo se hab6a generalizado en toda la

⁴ En los mercados internos, cuando surge una crisis financiera de proporciones sist6micas, las autoridades t6picamente reaccionan como prestamista de 6ltima instancia primero, dejando para despu6s las preguntas. Esto parece razonable por el alto costo que implicar6a la inacci6n ante una crisis sist6mica. Sin embargo, para enfrentar el riesgo moral es preciso tener un sistema regulatorio estricto con antelaci6n para reducir los riesgos de crisis sist6micas.

CUADRO 3
AMERICA LATINA: INDICADORES MACROECONOMICOS

	Miles de millones de dólares de 1980						Porcentaje del PIB					
	1976-81	1983-90	1991-93	1991	1992	1993	1976-81	1983-90	1991-93	1991	1992	1993
1. Afluencia neta de capitales	32.7	8.9	46.3	32.3	51.8	54.7	4,9	1,1	5,2	3,8	5,9	6,0
2. Cambio en las reservas	6.6	1.3	18.2	16.0	21.9	16.8	1,0	0,2	2,1	1,9	2,5	1,8
3. Ahorro externo (1-2)= 8	26.1	7.6	28.0	16.2	29.9	37.9	3,9	1,0	3,1	1,9	3,4	4,2
4. Efecto en los términos de intercambio ^a	5.5	30.3	54.2	48.6	53.9	60.2	0,8	3,9	6,1	5,7	6,1	6,6
5. Déficit comercial	4.3	-54.9	-47.8	-54.7	-43.8	-45.0	0,6	-7,0	-5,4	-6,4	-5,0	-4,9
6. Servicios de factores	16.9	34.4	28.3	28.8	27.3	28.9	2,5	4,4	3,2	3,4	3,1	3,2
7. Transferencias unilaterales ^b	0.6	2.3	6.7	6.5	7.4	6.2	0,1	0,3	0,8	0,8	0,8	0,7
8. Déficit en cuenta corriente (4+5+6-7)= 3	26.1	7.6	28.0	16.2	29.9	37.9	3,9	1,0	3,1	1,9	3,4	4,2
9. PIB	671.3	784.9	885.2	858.5	884.3	912.9	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
10. INB (Y= 9-4-6+7)	649.5	722.4	809.3	787.5	810.5	830.0	96,8	92,1	91,4	91,7	91,7	90,9
11. Consumo	513.5	599.7	684.0	664.1	683.9	704.0	76,4	76,4	77,3	77,4	77,3	77,1
12. Inversión	162.2	130.3	115.0	139.6	156.6	163.9	24,2	16,6	17,3	16,3	17,7	18,0
13. Exceso de gasto con respecto al PIB (11+12-9)= 5	4.3	-54.9	-86.2	-54.7	-43.8	-45.0	0,6	-7,0	-5,4	-6,4	-5,0	-4,9

CUADRO 3 (Continuación)
AMERICA LATINA: INDICADORES MACROECONOMICOS

	Miles de millones de dólares de 1980						Porcentaje del PIB					
	1976-81	1983-90	1991-93	1991	1992	1993	1976-81	1983-90	1991-93	1991	1992	1993
14. Exceso de gasto con respecto al ingreso (11+12-10)= 3	26.1	7.6	28.0	16.2	29.9	37.9	3,9	1,0	3,1	1,9	3,4	4,2
15. PIB per cápita (dólares de 1980)	2.044	2.013	2.036	2.013	2.034	2.061						
16. Y per cápita (dólares de 1980)	1.978	1.853	1.861	1.823	1.847	1.864						
17. Tasa de crecimiento del PIB(%)	4,6	1,6	3,3	3,5	3,0	3,2						
18. Tasa de crecimiento de las exportaciones de bienes	4,2 ^c	5,6	6,5	4,9	8,1	6,4						
19. Tasa de crecimiento de las importaciones de bienes	5,1 ^c	2,4	14,8	16,1	19,8	8,7						
20. Exportaciones de bienes	81.8	124.1	167.5	155.5	168.1	178.9	12,2	15,8	18,9	18,1	19,0	19,6
21. Importaciones de bienes	79.5	72.7	121.6	104.2	124.8	135.8	11,8	9,2	13,7	12,1	14,1	14,9

FUENTE: CEPAL, en base a cifras de la balanza de pagos y las cuentas nacionales de 19 países.

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

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

^c Corresponde a las tasas de crecimiento anual entre 1981 y los promedios de 1973-75.

región, y había sido especialmente vigoroso en algunos países (como Argentina, Chile y Venezuela); sin embargo, hay excepciones. Así, México, si bien experimentó una afluencia especialmente cuantiosa de capital privado, no ha tenido una recuperación importante del crecimiento durante el período. La medida en que la afluencia de capital privado se traduce en crecimiento está fuertemente influida por la brecha que haya inicialmente entre el PIB efectivo y la capacidad productiva; la naturaleza de las políticas económicas internas, particularmente las macroeconómicas; las expectativas de los agentes económicos; los acontecimientos políticos, y factores externos como los términos de intercambio.

A partir de 1990, repuntó la afluencia neta de capital, alcanzando un promedio anual de alrededor de 60.000 millones de dólares en 1992-94. Más de la mitad del ingreso neto de 1991 se destinó a acrecentar las insuficientes reservas internacionales de los países de América Latina; ese porcentaje se ha reducido en los años siguientes, situándose en un tercio en 1993 y sólo en un octavo hacia fines de 1994 (antes de la devaluación de México), en paralelo con el aumento de la capacidad de absorción de la región. Evidentemente, esta capacidad ha sido acrecentada por las significativas revaluaciones, ya sea toleradas o promovidas, en numerosos países latinoamericanos.

102

La tasa de inversión, por su parte, recién en 1992 aumentó a un nivel superior al del promedio de 1983-90. Debe añadirse que sólo en algunos de los países de la región que han recibido cuantiosas entradas de capital, como Chile, dicha afluencia ha ido acompañada de un aumento apreciable de la tasa de inversión. Con todo, si se compara 1983-90 con 1993, el ahorro externo captado (los flujos netos menos la acumulación de reservas) se ha elevado en cerca de tres puntos porcentuales del PIB, en tanto que el coeficiente de inversión ha crecido sólo un punto. El resto se utilizó en consumo y en compensar el deterioro de los términos del intercambio, con una merma del coeficiente de ahorro interno.

Junto con la recuperación económica, la celeridad con que la afluencia de capital removió la restricción externa y generó un superávit de fondos se reflejó en una tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio, hacia la rápida reducción de los superávits comerciales y hacia un incremento del déficit en cuenta corriente (véase CEPAL, 1995). Esas tendencias reflejaron, inicialmente, la recuperación de los niveles "normales" de demanda agregada, de importaciones y del tipo de cambio real, todos los cuales estaban condicionados por la restricción externa durante el período precedente. Sin embargo, la continua abundancia de capital tiende a prolongar esas tendencias a lo largo del tiempo y a generar desequilibrios insostenibles; entonces

las autoridades económicas se han visto enfrentadas a un dilema crucial para la estabilidad futura. Estas variables deben reflejar las condiciones de equilibrio de mediano plazo de los mercados internos de bienes y monetarios, así como la disponibilidad sostenible de ahorro externo.

Durante 1991-93: i) una proporción mayor de las entradas de capital que en los años setenta se destinó a la acumulación de reservas, moderando de esa forma el efecto de esos recursos en las economías de la región; ii) el gasto interno se elevó más que la producción interna y el ingreso nacional, en tanto que el superávit en la cuenta corriente no financiera a precios constantes se redujo, y apareció un déficit a precios corrientes a partir de 1992, el primero desde 1981; y iii) el ahorro nacional resultó desplazado por el ahorro externo, como se refleja en el hecho de que el incremento de la inversión total fue inferior al del ahorro externo (véase cuadro 3).

Los efectos de los nuevos flujos de capital no han sido los mismos en todos los países. Ello está asociado al acceso a dichos recursos, pero particularmente al uso que las economías de la región han dado al financiamiento internacional. Tanto la capacidad de absorber esos flujos como las políticas aplicadas por los países han sido afectadas por el avance alcanzado por cada país en el proceso de ajuste económico. De hecho, los renovados vínculos con los mercados financieros internacionales encontraron a los países en etapas diferentes de sus programas de ajuste.

103

Criterios de política

Cuando las autoridades se enfrentan a una inesperada abundancia de financiamiento externo, que consideran en parte transitorio o que fluye con demasiada rapidez para que la economía lo absorba con eficacia, pueden intervenir en tres niveles. En el primero, pueden actuar con el fin de moderar el efecto sobre el tipo de cambio, mediante la compra de divisas (es decir, la acumulación de reservas) por el Banco Central. En un segundo nivel, de mayor profundidad, pueden adoptar políticas de esterilización (por ejemplo, operaciones de mercado abierto en el país) para mitigar el efecto monetario de la acumulación de reservas en el primer nivel de intervención. En el tercer nivel, pueden adoptar políticas con respecto a los incentivos, sobretasas o controles cuantitativos para regular la afluencia de capital, influyendo de esa manera en la composición y volumen de esta última. El objetivo es estimular flujos cuyo volumen esté en concordancia con la capacidad interna de absorción de la economía, y encauzarlos hacia proyectos de inversión pro-

ductivos y, a la inversa, desalentar el ingreso de capital financiero de corto plazo.

En general, dentro de un ámbito de liberalización financiera, los instrumentos adoptados se han orientado principalmente a los denominados como niveles primero y segundo de intervención. Según la importancia que se otorgue a la necesidad de mitigar las tendencias hacia la valorización, las autoridades han llevado a cabo diferentes intervenciones en el mercado de divisas; además, según hayan decidido aplicar una política monetaria activa o pasiva, han introducido diferentes grados de intervención para regular la demanda agregada. Algunos países también han regulado directamente los movimientos de capital para influir en su composición y compatibilizarla con sus objetivos de desarrollo.

Las posibles combinaciones entre los niveles primero y segundo producen mezclas diferentes de políticas monetarias y cambiarias, que llevan a distinguir dos alternativas de intervención principales.

i) *Intervención no esterilizada*. El primer nivel de intervención ha sido adoptado con frecuencia por países que se plantean como principal objetivo la estabilidad de los precios, usando como ancla un tipo de cambio nominal fijo, y que están dispuestos a aplicar una política monetaria pasiva. En efecto, el Banco Central debe acumular considerables reservas internacionales a medida que compra las divisas aportadas por la afluencia de capital, sin esterilizar el efecto monetario de estas operaciones. La expectativa es que las tasas de interés nacionales y las tasas de inflación convergerán rápidamente con las tasas internacionales.

Una parte central del éxito de esta estrategia dependerá en definitiva de la confianza de los agentes económicos en la capacidad de las autoridades monetarias de mantener el tipo de cambio nominal. El éxito depende también de la relación resultante entre el tipo de cambio nominal y la inflación. Frente a componentes inerciales de la inflación o rezagos en el ajuste de las importaciones —lo que puede causar que la base monetaria sobrepase los niveles deseables o que los precios de rubros importables se mantengan “altos”— el uso del tipo de cambio como ancla para estabilizar los precios internos pueden causar acentuadas revaluaciones del tipo de cambio real, tendencias hacia excesos del gasto agregado y cambios en la composición del gasto, sesgadas contra la producción de rubros comerciables. Depender de manera excesiva de este enfoque para combatir la inflación es sin duda una estrategia de alto riesgo; si llegan a surgir desequilibrios importantes, las opciones de las autoridades a menudo se reducen a una grave recesión o a

medidas correctivas abruptas y desestabilizadoras. En verdad, hay quienes aconsejarían la alternativa de acción directa sobre la inflación mediante la aplicación de activas políticas fiscales, de ingresos y monetarias. Como ha comentado el profesor Peter Kenen (1993), “ningún marino sensato tira el ancla antes de que el barco deje de moverse”.

Mientras que en la práctica los países de la región han usado diferentes combinaciones de políticas, se puede singularizar a Chile en 1979-82 y Argentina en el decenio de 1990 entre los países que han estado más cerca de la forma más pura de esta alternativa. Las compensaciones entre pros y contras (*trade-offs*) en Argentina últimamente, al menos para el plazo mediano, han sido bastante considerables (Fanelli y Machinea, 1994). La inflación ha disminuido marcadamente y la economía ha experimentado una fuerte recuperación de la actividad económica y en materia de inversiones. Por el contrario, la apreciación del tipo de cambio, junto con la liberalización de las importaciones, ha contribuido a un acentuado deterioro de la balanza comercial, y el déficit en cuenta corriente se ha acrecentado haciendo al país vulnerable a caídas de ingresos de capital, en tanto que el ahorro interno y el nacional han mostrado una tendencia a estancarse o bajar⁵. Puesto que el ahorro externo estimula desproporcionadamente la actividad interna, la trayectoria de la economía depende en gran medida de la sustentabilidad de los flujos de capital.

ii) *Intervención esterilizada*. Este enfoque supone una esterilización de los efectos monetarios de acumular reservas durante períodos de intensificación de las entradas de capital. El propósito es aislar la oferta monetaria de las fuertes fluctuaciones derivadas de la movilidad del capital (Reisen, 1993). Este tipo de esterilización, si es eficaz, impide que bajen las tasas internas reales de interés y limita la expansión de la demanda agregada. Este segundo nivel de intervención ha sido preferido por los países que ya han salido de situaciones recesivas y que han mantenido una política monetaria activa y, al mismo tiempo, una postura más cautelosa en lo que respecta a las entradas de capital. Refleja una preocupación por el desarrollo sostenido del sector de rubros comerciables y la canalización del capital extranjero hacia el ahorro y la inversión (preferiblemente en ese sector).

En las economías que hacen uso pleno de su capacidad productiva, la esterilización tiene la ventaja de ayudar a controlar el gasto e impedir una mayor apreciación cambiaria real. No obstante, con esta opción, si persisten las diferencias de las tasas de interés, se siguen estimulando las entradas de

⁵ Los flujos de capitales también se superpusieron a un sistema nacional de intermediación financiera anticuado y vulnerable.

capital, lo que genera nuevas necesidades de esterilización; al mismo tiempo, la intervención puede ser una fuente de déficit cuasifiscales, puesto que el Banco Central coloca papeles en el mercado interno a tasas de interés más altas que las que obtiene sobre sus reservas internacionales⁶.

De ese modo, la alternativa de intervención esterilizada no está exenta de problemas. Surgen conflictos con mayor intensidad cuando hay muy poca flexibilidad en el sistema tributario para que las autoridades económicas nacionales puedan usar esta política con el fin de contrarrestar los shocks internos o externos. Lo que sucede en estos casos es que los otros instrumentos de política suelen quedar excesivamente comprometidos; en efecto, las autoridades deben depender exclusivamente de instrumentos monetarios y cambiarios para moderar el gasto agregado o estimular la actividad económica. Un sistema tributario más flexible permitiría una mejor combinación de políticas, de tipos de interés y de tipo de cambio más estables. Es también importante que se pueda mantener un nivel de gasto social e inversión pública en concordancia con los objetivos de desarrollo nacional.

En la práctica, la alternativa de intervención esterilizada se ha combinado con otras medidas de política: i) en el primer nivel de intervención, políticas adicionales, para influir en el mercado de divisas; ii) en el segundo nivel, para regular la demanda agregada por medio de mecanismos que no sean la tasa de interés, y iii) en el tercer nivel, para modificar el volumen y composición de los flujos de capital, ya sea directamente, mediante restricciones y recargos dirigidos en especial al capital de corto plazo, o indirectamente, generando una incertidumbre respecto del tipo de cambio en los operadores de corto plazo (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1994). Entre las posibles medidas, cabe destacar las siguientes:

En el primer nivel de intervención, orientado a influir en los efectos sobre el mercado cambiario: i) aumentar la demanda de divisas mediante incentivos para la salida de capital durante períodos de superávit; ello se puede hacer relajando las reglas que rigen las inversiones de nacionales en el exterior y la repatriación de la IED, y autorizando a deudores a hacer pagos anticipados; ii) estimular inversiones intensivas en bienes de capital e insumos importados; iii) fomentar el uso de mecanismos que estimulen el aumento de la productividad de conformidad con el nivel de apreciación cambiaria.

⁶ Si el flujo neto de capital es muy elevado, sólo transitoriamente, ese eventual costo financiero tendería a ser compensado por futuras ventas de divisas del Banco Central, a precios mayores que aquellos a los cuales efectuó sus compras. Véase Reisen (1993) y Ffrench-Davis, Agosin Uthoff (1994).

En el segundo nivel de intervención cuyo propósito es controlar el efecto sobre la demanda agregada: i) adoptar mecanismos para regular los sistemas financieros con el fin de evitar distorsiones, completar mercados en el sector y remediar los puntos débiles en la supervisión y reglamentación del sistema financiero (véase CEPAL, 1995, caps. VII y XII); imponer disciplina fiscal para reducir las presiones adicionales sobre la demanda; iii) Complementar las políticas cambiarias con contratos sociales relacionados con los precios y los salarios (como en México).

En el tercer nivel de la intervención, orientado a modificar la composición de los movimientos de capital: i) aplicar medidas cambiarias indirectas destinadas a reducir el ingreso (y aumentar el egreso) de capital de corto plazo introduciendo cierta incertidumbre con respecto a la evolución del tipo de cambio de corto plazo, mediante la intervención del Banco Central en la determinación de este valor; ii) adoptar medidas directas que impongan restricciones a la afluencia de capital, que pueden consistir en reservas obligatorias, sin interés, respecto a depósitos bancarios u otros créditos del exterior, y diversos tipos de controles cuantitativos (requisitos en cuanto a períodos mínimos de vencimiento, volúmenes mínimos para las emisiones de bonos, y reglas para la participación del capital extranjero en el mercado de valores). Entre los países que han optado por la intervención activa, Chile lo ha hecho con la mayor persistencia.

Chile es una buena ilustración de un país que despliega una serie de políticas en los tres niveles, hasta la fecha con excelentes resultados en lo que atañe al crecimiento, a la estabilidad de los flujos, al aumento del ahorro interno y a la inversión (Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1994). Las autoridades chilenas optaron por la intervención porque querían regular la demanda agregada por medio de una política monetaria activa y también respaldar el dinamismo de las exportaciones, puestas en marcha con mucho esfuerzo, influyendo en la determinación del tipo de cambio real en el corto plazo, a base de dos supuestos: i) la autoridad monetaria tiene una mejor idea de las tendencias macroeconómicas futuras en la balanza de pagos y sus efectos a largo plazo en la economía, y ii) de modo más fundamental, sus objetivos son de más largo plazo que los de los agentes que operan en los mercados de corto plazo (Zahler, 1992). Por consiguiente, frente a una intensa afluencia de capital, las autoridades, interpretando que parte de ella tendría un carácter permanente, permitieron cierto nivel de revaluación cambiaria. Sin embargo, moderaron en forma sustancial su magnitud, con una intervención activa y bastante integral, incluido el uso de varias regulaciones sobre el capital de corto plazo.

México es un caso intermedio entre Chile y Argentina. Dio atención prioritaria a la convergencia de la inflación interna (con la de los Estados Unidos). Sin embargo, ha estado lejos del extremo de fijar el tipo de cambio nominal, como lo ha hecho Argentina. No obstante, hubo una considerable revaluación real. El resultado fue en efecto el logro de una tasa de inflación de un dígito, pero a costa de un déficit en cuenta corriente cada vez más grande, y que llegó a ser insostenible.

Era evidente que debía constituir causa de preocupación el que incluso con una tasa de crecimiento extremadamente baja (0,5% del PIB en 1993), el déficit en cuenta corriente mexicano fuera muy alto en ese año y siguiera elevándose significativamente en 1994. Aunque la aprobación del NAFTA abriese nuevas posibilidades para la economía mexicana, el alto nivel del déficit en cuenta corriente tornaba al país muy dependiente de la afluencia de capital extranjero; era por consiguiente vulnerable a cualquier disminución importante de las entradas de capital. No obstante, las entidades privadas especializadas en la calificación de la solidez financiera de países emisores de papeles catalogaban a México como muy solvente hasta fines de 1994.

Políticas para la estabilidad y el crecimiento sostenido

Desde el punto de vista de las políticas públicas, la forma ideal de evaluar una respuesta al resurgimiento de los flujos de capital sería separar sus componentes permanentes de los temporales. Si hay un flujo adicional permanente, fenómenos asociados como la revaluación cambiaria, el aumento del déficit en cuenta corriente y el mayor consumo podrían interpretarse como ajustes estabilizadores y, por ende, económicamente eficientes. Si los grandes flujos de capital son temporales, como parece ocurrir casi siempre en gran parte de América Latina, los movimientos mencionados de las variables claves son distorsionantes, puesto que crean desequilibrios económicos y la probabilidad de ajustes futuros perturbadores con costos muy altos. Esta distinción entre permanente y transitorio, por supuesto, es muy difícil de hacer en la práctica. Pero, hay medidas de política económica que pueden tener un efecto diferenciado entre los flujos de capital de corto y largo plazo o en los flujos de inversiones productivas en comparación con flujos puramente financieros (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1994). Las externalidades y otras imperfecciones importantes de los mercados de capital internacionales dan lugar, entre otras cosas, a ciclos frecuentes de abundancia y escasez de recursos y a crisis sistémicas, con el resultado de que inclu-

so los flujos potencialmente permanentes pueden desaparecer de la noche a la mañana (Guttentag y Herring, 1984). En consecuencia, es siempre aconsejable que los gobiernos ejerzan cierto grado de precaución en lo que respecta a los flujos de capital, con el fin de promover una situación en la que su monto total y los principales componentes sean compatibles con la estabilidad macroeconómica, la inversión y el crecimiento basados en la competitividad internacional. Especialmente si el tamaño y composición de los flujos de capital no concuerdan con esos parámetros, tarde o temprano su sustentabilidad se verá amenazada, haciendo necesario recurrir a ajustes nacionales socialmente costosos. Este problema del nivel y calidad de la capacidad interna de absorción se agrava por los riesgos inherentes a los shocks externos de corto plazo en los mercados financieros internacionales.

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

En segundo lugar, los gobiernos deben evitar usar las entradas de capital como su instrumento principal para alcanzar un objetivo rígido o extremo respecto de una sola variable económica interna, especialmente durante un período prolongado; un caso frecuente es el de pretender frenar la inflación vía una apreciación cambiaria. Si lo hacen, generalmente desequilibran otras variables importantes, afectando de ese modo al propio instrumento que trataron de usar, vale decir, los flujos de capital. Los flujos de capital claramente no siempre son consistentes con los objetivos de estabilidad macroeconómica en su sentido amplio, con el crecimiento económico sostenido y la equidad social; se justifica por lo tanto cierto grado de “manejo” público directo o indirecto para así influir en el volumen y composición de esos flujos. Ha habido numerosas experiencias pasadas, con éxito y sin éxito, en la aplicación de este enfoque. Lo que constituye un grado adecuado de liberalización de la cuenta de capital podría variar con el tiempo, según las condiciones locales e internacionales de corto plazo y el nivel y necesidades de desarrollo nacional.

Con respecto a la velocidad a la que debería liberalizarse la cuenta de capital, el proceso debe adaptarse también a la capacidad de la economía de absorber y asignar eficientemente los recursos externos.

La liberalización de la cuenta de capital en los países industrializados ha sido bastante lenta y gradual, acelerándose sólo en los últimos 10 años a medida que se han internacionalizado los mercados de capital. Es interesante señalar que España, Portugal e Irlanda introdujeron ciertas restricciones a los movimientos de capital en 1992 para combatir la inestabilidad del tipo de cambio. Una vez que se alcanzaron los objetivos de estabilidad, se suprimieron las restricciones. Ello realza la importancia de usar instrumentos flexibles que, según las circunstancias, permitan imponer limitaciones temporales a los movimientos de capital para apoyar los esfuerzos hacia la estabilidad macroeconómica.

En los períodos en que los recursos son escasos, como es el período a partir de 1995, habría justificación para buscar formas específicas y más generales de atraer flujos de capital y erigir ciertas barreras para impedir las salidas de capital. La situación reciente de disminución de los flujos hacia gran parte de América Latina, ilustra claramente la forma en que los flujos externos pueden agotarse y cuán importante es, en circunstancias como éstas, que los gobiernos hagan esfuerzos especiales para atraer flujos de capital. Correspondería lo contrario en los casos de una evidente abundancia de capital en los mercados, como sucedió en el período 1990-93 en muchos países de América Latina: parece deseable en una coyuntura como ésa que se restrinjan ciertos tipos de afluencia de capital y se fomenten algunos canales para las salidas de capital.

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

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

La reorganización de los sistemas financieros, incluida la apertura de la cuenta de capital, debe dar prioridad a encauzar los recursos hacia el ahorro y la inversión. Por lo tanto, también debe considerarse detenidamente la relación entre el sistema financiero interno y los procesos de ahorro e inversión, y entre el sistema financiero interno y los externos. El desempeño de América Latina al respecto ha sido, en general, muy deficiente.

En lo que incumbe a la relación entre los mercados financieros y la formación de capital para el desarrollo, se necesita un marco institucional para completar o perfeccionar los mercados. Se debe reconocer que, en los países con mercados de valores emergentes, la liberalización financiera de la cuenta de capital, consistente en abrirla a las inversiones internacionales de cartera, corre el riesgo de crear un sobreendeudamiento externo y fluctuaciones excesivas en los mercados de valores y de los tipos de cambio. Las entradas de capital extranjero en gran escala en los mercados internos pueden desencadenar “burbujas en el mercado de valores” y la revaluación de la moneda nacional al mismo tiempo. La consiguiente baja de los precios en el mercado de valores puede, a su vez, causar grandes salidas de capital, la depreciación de la moneda, e inestabilidad en general.

111

La preocupación con respecto a los riesgos asociados con los mercados financieros, como ser la generación de “burbujas” especulativas, implica la necesidad de adoptar mecanismos reguladores y de supervisión para asegurar la estabilidad de las instituciones financieras que operan en los mercados de capital. Esos mecanismos son particularmente fundamentales en las economías abiertas, de libre mercado. El fortalecimiento de la supervisión y regulación puede aminorar los riesgos mencionados y contribuir a que el proceso de atracción de inversiones de cartera del exterior sea más ordenado y estable. (ECLAC, 1995, ch.XII). Naturalmente, una regulación eficaz exigirá que los países mejoren sus sistemas de seguimiento de los flujos de capital externo. Ello debe realizarse, en el caso de las instituciones financieras, no sólo en el plano microeconómico sino también en el macroeconómico para asegurar que el nivel y la composición de los flujos de capital sean compatibles con la estabilidad económica.

BIBLIOGRAFIA

- 112
- AKYÜZ, Y. (1993), *Financial liberalization: the key issues*, UNCTAD Discussion Papers, N° 56 (UNCTAD/OSG/DP/56), Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), Ginebra.
- BANCO MUNDIAL (1993), *Diez años después de la crisis de la deuda*, Oficina Regional de América Latina y Caribe, Washington, D.C., Septiembre.
- CALVO, G., E. LEIDERMAN y C. REINHART (1993), *Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors*, IMF Staff Papers, vol. 40, N° 1, marzo.
- CEPAL (1984), *Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa en América Latina*, Cuadernos de la CEPAL, N° 48 (LC/G.1332), Naciones Unidas, Santiago.
- CEPAL (1995), *América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, Naciones Unidas, Santiago.
- CHUHAN, P. y K. JUN (1994), *El financiamiento latinoamericano en los mercados de capital de Japón*,
- CULPEPER, R. (1994), *La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos*.
- DEVLIN, R. (1989), *Debt and crisis in Latin America: the supply side of the story*, Princeton University Press, Princeton.
- DEVLIN, R. (1980), *Los bancos transnacionales y el financiamiento externo de América Latina*, Cepal, Naciones Unidas, Santiago.
- DÍAZ-ALEJANDRO, C. (1985), *Good-bye financial repression, hello financial crash*, Journal of Development Economics, vol. 19, n° 1/2, septiembre.
- EDWARDS, S. (1984), *The order of liberalization of the balance of payments. Should the current account be opened first?*, World Bank Staff Working Papers, N° 710, Banco Mundial, Washington, D.C., diciembre.
- FANELLI, J.M. y J.L. MACHINEA (1994), *El movimiento de capitales en la Argentina*.
- FEINBERG, R. y R. FFRENCH-DAVIS (comps.) (1988), *Development and External Debt in Latin America*, University of Notre Dame Press, Indiana, y Grupo Editor Latinoamericano/CIEPLAN, Buenos Aires, 1986.
- FFRENCH-DAVIS, R. (comp.) (1983), *Relaciones financieras externas y su efecto en la economía latinoamericana*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F.

- FFRENCH-DAVIS, R., M. AGOSIN y A. UTHOFF (1994), *Movimiento de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile*.
- FFRENCH-DAVIS, R. y R. DEVLIN (1994), *The great Latin American debt crisis: a decade of asymmetric adjustment*, en G. Helleiner (comp.), *Poverty, prosperity and the world economy*, MacMillan, Londres
- FRIEDMAN, I. (1977), *The emerging role of private banks in the developing world*, Citicorp, Nueva York.
- GRIFFITH-JONES, S. (1994), *Corrientes de fondos europeos hacia América Latina: hechos y planteamientos*.
- GRIFFITH-JONES, S. y E. RODRÍGUEZ (1992), (comp.) *Cross conditionality, banking regulation and Third World debt*, MacMillan, Londres.
- GUTTENTAG, J. R. HERRING (1984), *Credit rationing and financial disorder*, *Journal of Finance*, vol. 39, diciembre.
- KENEN, P. (1993), *Financial opening and the exchange rate regime*, en H. Reisen y B. Fischer (comps.), *Financial opening*, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos OCDE, París.
- KINDLEBERGER, Ch. (1978), *Manias, panics and crashes*, Basic Books, Nueva York.
- LESSARD, D. (1991), *The international efficiency of world capital markets*, en H. Siebert (comp.), *Capital flows in the world economy: Symposium 1990*, J.C.B. Mohr, Tubinga.
- MATHIESON, D. y L. ROJAS-SUÁREZ (1993), *Liberalization of the capital account*, Occasional Papers, N° 103, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C., marzo.
- McKINNON, R. (1973), *Money and capital*, Brookings Institution, Washington, D.C.
- McKINNON, R. (1991), *The order of economic liberalization: financial control in the transition to a market economy*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- MISHKIN, F.S. (1991), *Assymmetric information and financial crises: an historical perspective*, en R.G. Hubbard (comp.), *Financial markets and financial crises*, University of Chicago Press, Chicago.
- PARK, Y. Ch. y W.A. Park (1993), *Capital movement, real asset speculation, and macroeconomic adjustment in Korea*, *Financial opening*, H. Reisen y B. Fischer (comps.), Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos OCDE, París.

- RAMOS, J. (1985), *Políticas de estabilización y ajuste en el Cono Sur, 1974-1983*, Revista de la CEPAL, N° 25 (LC/G.1338), Santiago, abril.
- REISEN, H. (1993), *Efectos de las corrientes de capital sobre la base monetaria*, Revista de la CEPAL, N° 51, diciembre.
- REISEN H. (1994), *Debt, deficits and exchange rates*, OECD Development Centre/Edward Elgar Publishing Company, Hants, Inglaterra.
- ROBICHEK, W. (1981), *Some reflections about external public debt management*, Estudios monetarios VII, Banco Central de Chile, Santiago.
- SHAW, E. (1973), *Financial deepening in economic development*, Oxford University Press, Nueva York.
- STIGLITZ, J. (1993), *The role of the State in financial markets*, Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, vol. 2, Banco Mundial, Washington, D.C., mayo.
- STIGLITZ, J. y A. WEISS (1981), *Credit returning in markets with imperfect information*, American Economic Review, vol. 71, junio.
- TOBIN, J. (1984), *On the efficiency of the financial system*, Lloyds Bank Review, N° 153, julio.
- WILLIAMSON, J. (1992), *Acerca de la liberalización de la cuenta de capitales*, Estudios de economía, vol. 19, N° 2, Universidad de Chile, Santiago.
- WILLIAMSON, J. (1993), *A cost-benefit analysis of capital account liberalization*, en H. Reisen y B. Fischer (comps.), *Financial opening*, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, OCDE, París.
- ZAHLER, R. (1992), *Política monetaria con apertura de la cuenta de capitales*, Revista de la CEPAL, N° 48, Santiago.

Stephany Griffith-Jones
Barbara Stallings(*)

Nuevas Tendencias Financieras Globales: Implicaciones para el Desarrollo

Una de las modificaciones político-económicas más dramáticas durante los últimos 15 años ha sido los cambios en las estructuras financieras internacionales. A principios de la década de 1980, un selecto grupo de prósperas naciones del Tercer Mundo tuvieron acceso privilegiado a un volumen enorme de crédito en los bancos comerciales. Ellas podían atraer también niveles bastante importantes de inversión directa. A efectos prácticos, las finanzas ya no eran más un factor limitante de las estrategias para el desarrollo de este grupo de países. Aunque las naciones en desarrollo más pobres no podían contar con crédito privado o con inversiones, muchas de ellas tenían acceso a cantidades substanciales de fondos por la vía de donantes bilaterales y de instituciones multilaterales. En un grado mucho más elevado, el mundo industrial contó con sus propios mercados de capitales internos para satisfacer sus necesidades financieras.

115

Por el contrario, en la última mitad de los 80, los países del Tercer Mundo de América Latina y África habían quedado fuertemente marginados de los flujos de capitales globales que circulaban crecientemente entre los países industrializados. En la medida en que todavía estaban disponibles para los países en desarrollo, los flujos de entrada de capitales fueron sobrepasados por las amortizaciones y especialmente, por los pagos de intereses crecientes. De hecho, un número significativo de países en desarrollo se había transformado en exportadores de capitales. El resultado fue una inversión de lo que los teóricos del desarrollo han argumentado tradicionalmente eran los papeles apropiados para las economías desarrolladas y en desarrollo. Los primeros se suponía que ahorraban más de lo que gastaban y exportaban más de lo que importaban, en tanto que los últimos habí-

(*) Los autores quieren agradecer a Phil Ruder su valiosa asistencia en el trabajo estadístico.

an de consumir más de lo que podían ahorrar e importar más de lo que exportaban. Como resultado, los flujos de capitales irían desde los países desarrollados a los países en desarrollo.

A comienzos de la década de 1990, surgió una tercera tendencia. Aunque los países desarrollados continuaron absorbiendo la inmensa mayoría de los fondos, el incremento en las cantidades totales en circulación, en el contexto de las reformas en los países en desarrollo y la baja de las tasas de interés internacionales, indujo a un retorno masivo de flujos privados a América Latina y a otros países en desarrollo. De forma diferente, a la década de los 70 y comienzos de los 80, este flujo de entradas se produjo principalmente a través de inversiones de cartera y directas, en lugar de préstamos de bancos comerciales.

Este trabajo analiza la reasignación financiera para documentar sus características, explicar la forma en que se desarrolla, y examinar sus consecuencias. Proporciona datos sobre los cambios de proveedores y receptores del capital extranjero. Para explicar estos cambios, se observan los cambios estructurales en los mercados financieros, la macroeconomía subyacente y las tendencias del comercio en los países industrializados, la crisis de la deuda de los 80 y los cambios en las políticas económicas de los países en desarrollo. Más adelante, se enfocan con más detalle las tendencias de los sistemas de financiamiento en diferentes partes del Tercer Mundo, incluyendo el retorno de flujos de capitales privados a varias naciones en vías de desarrollo a comienzos de los 90 y los costos y beneficios de los diferentes flujos. El trabajo concluye con una discusión acerca de las implicaciones de la estrategia de desarrollo en los resultados en las diferentes regiones del Tercer Mundo en los años venideros.

116

Cambios en las Estructuras Financieras y Pautas

Tendencias

Aunque no cabe ninguna duda de que tanto los proveedores como los receptores de capital extranjero cambiaron durante la década de los 80 y a comienzos de los 90, no es fácil proporcionar un cuadro sistemático de estos cambios. La mayoría de los analistas se han interesado ya sea en los flujos entre los países industrializados o en los flujos hacia y desde los países en vías de desarrollo; así, la información relevante raramente se presenta de una

forma comparable para todos los países. Además, el Fondo Monetario Internacional (FMI) —que recopila información sobre todos los países— ha descubierto grandes diferencias cuando trata de agregar datos para el mundo entero¹. Teniendo estos problemas en mente, primero se presentarán datos sobre los flujos de capital a largo plazo por parte de las regiones receptoras durante el período 1980-92 (cuadro 1), y después se volverá a los datos sobre la composición de los flujos de capital (cuadro 2) y sobre los proveedores de fondos (cuadro 3).

Se pueden identificar cuatro sub-períodos en el período analizado. El primero fue el de 1980-82, los años previos al estallido de la crisis de la deuda, que representaron mayormente una continuación de las tendencias presentes durante los 70. El segundo fue el de 1983-86, el período de un ajuste inicial a la crisis de la deuda y el “vuelo hacia la calidad”. Ese último incluía una nueva preferencia por la inversión de bajo riesgo en naciones muy solventes que solicitaban préstamos. El tercer sub-período fue el de 1987-90, cuando el volumen global de los flujos de capital aumentó dramáticamente siguiendo los Acuerdos del Plaza de 1985, que elevó el valor del yen y llevó a un aumento de la inversión japonesa en el extranjero, sin embargo, el énfasis en la inversión de calidad continuó. El último sub-período fue el de 1991-92, cuando los flujos totales de capital continuaron aumentando muy rápidamente y la participación de los flujos hacia los países en desarrollo comenzó a crecer de nuevo, principalmente debido a una subida en la participación del capital que iba a América Latina.

El cuadro 1 presenta datos durante estos cuatro períodos de los promedios de los flujos netos de capital a largo plazo a los países industrializados y a los países en desarrollo y sobre las transferencias netas². Como se puede ver, la participación en los flujos netos de capital de los países industrializados aumentó de un 57% en 1980-82 a un 73% en 1983-86 y a un 85% en 1987-90³. Un cambio paralelo ocurrió dentro del mundo en vías de desarro-

¹ Para estudiar las crecientes diferencias en las estadísticas de la balanza de pagos, el FMI ha publicado dos informes. El primero versa sobre la cuenta corriente; véase *Report on the World Current Account Discrepancy* (Washington, DC, IMF, 1987). El segundo se refiere a la cuenta de capitales; véase *Report on the Measurement of International Capital Flows* (Washington, DC, IMF, 1992).

² Los flujos netos de recursos agregados se definen como los desembolsos de préstamos menos las amortizaciones (flujos netos de recursos sobre la deuda) más las concesiones oficiales y las inversiones extranjeras directas. Las transferencias netas agregadas se definen como los flujos netos de nuevos recursos agregados menos los pagos de intereses sobre los préstamos y las repatriaciones de las utilidades sobre las inversiones directas extranjeras. Nótese que ninguna categoría resta capital proporcionado a otras partes del mundo, lo que se expresa en el cuadro 3 sobre la oferta de capitales.

ción particularmente negativa de América Latina en los 80. Esa región experimentó fuertes flujos netos de salida del orden de 4% del PIB, mientras las naciones asiáticas continuaron recibiendo grandes flujos de entradas. Las transferencias netas a los países africanos cayó severamente después de 1982 pero nunca llegaron a ser negativas. El cambio más importante a comienzos de los 90 fue que los países en desarrollo como grupo, nuevamente llegaron a ser importadores de capital, es decir, nuevamente tuvieron transferencias positivas. El cambio se produjo principalmente por los países de América Latina, cuya posición de transferencias netas cambiaron de grandes flujos bastante negativos a bastante positivos.

El cuadro 1 también muestra el aumento en el volumen total de flujos de capital circulante entre los países. El promedio fue más del doble (en términos de dólares nominales) es de 257.000 millones de dólares en 1980-82 a 540.000 millones en 1987-90; aumentó nuevamente en forma muy significativa a 845.000 millones de dólares en 1991-92. Esto representa una subida del promedio anual de casi un 15% durante el período de 12 años. Descontando por inflación, el crecimiento en términos reales fue alrededor de un 10% anual⁵, muy por encima de la tasa de crecimiento del PIB incluso para Asia, la región de más rápido crecimiento. Esto daría evidencia de que los temores a fines de la década de 1980 de una escasez mundial de capital no eran válidos, aunque una gran proporción de los flujos de capitales entre países no incluye la inversión o el comercio, pero si actividades tales como la especulación sobre las divisas. La asignación de capital entre países desarrollados y países en desarrollo constituye un problema separado que es causa de una mayor preocupación.

El cuadro 2 destaca la composición cambiante de los flujos de capitales durante el período analizado. En conjunto, el aumento más importante fue en la inversión de cartera, que subió de un 20 a un 49% del total. La inversión directa, que aumentó de un 21 a un 30% en la década de 1980, vió caer fuertemente su participación a sólo un 18% a comienzos de los 90. “Otros capitales de largo plazo”, en su mayoría no sólo préstamos de bancos comerciales sino que también préstamos oficiales (bilaterales y multilaterales) a tasas de interés comercial, cayeron en términos absolutos y relativos en los 80, bajando de un 34% del total de flujos de capital en 1980-82 a un 13% en 1987-90. La participación aumentó un poco a comienzos de los 80.

⁵ Los datos están deflactados por el índice de precios al consumidor para los países industrializados; véase *IMF, International Financial Statistics Yearbook, 1993*.

llo. Los países asiáticos, que se consideraron como los menos riesgosos al crédito en el Tercer Mundo, aumentaron su participación de los reducidos recursos financieros aún disponibles para las naciones no-industrializadas de un 22% en 1980-82 a un 37% en 1987-90. El aumento de los recursos asiáticos durante la década de 1980 se produjo principalmente a expensas de América Latina y de Oriente Medio (incluido en "otros" en el cuadro); la participación de Africa realmente aumentó algo durante los 80, principalmente como resultado de la respuesta de los gobiernos industrializados a las serias crisis y emergencias de Africa.

A comienzos de la década de 1990, las tendencias cambiaron en algunos aspectos significativos. La participación de los flujos de capital hacia las naciones industrializadas cayó levemente del máximo de 1987-90, bajando de un 85 a un 83% pero permaneció en un muy alto nivel. Entre las regiones en desarrollo la participación asiática continuó su tendencia ascendente pero otras regiones sufrieron cambios mayores. El valor absoluto de los flujos de entrada de capitales a América Latina fue más del doble, en tanto que el porcentaje de participación de la región se elevó de un 24 a un 34%. El perdedor principal fue el Africa Subsahariana, cuya participación cayó de un 21 a un 12% del total de los flujos de entrada de capitales; las "otras" regiones también vieron un porcentaje de disminución más pequeño, de un 18 a un 15%.

118

La tendencia en las transferencias netas fue incluso más dramática ya que las naciones industrializadas subieron de un 48% del total en 1980-82 a un 105% en 1987-90⁴. Esto último fue posible porque los países en desarrollo se transformaron en exportadores de capital hacia la última mitad de la década. Una desagregación entre los países en vías de desarrollo destaca la situa-

³ Durante la década de 1980, los flujos netos de corto plazo se inclinaban más hacia los países industrializados que los flujos netos de largo plazo. De este modo, los países industrializados recibieron un 86,5% de los flujos de entrada de corto plazo en 1980-82, un 91,7% en 1983-86 y un 97,4 % en 1987-90. El volumen total de flujos a corto plazo en términos de dólares nominales es semejante en magnitud a los flujos de largo plazo: un promedio anual de 270.000 millones de dólares en 1980-82, 252.000 millones en 1983-86 y 522.000 millones en 1987-90. Cuando se examinan los flujos netos *totales* (flujos de corto más de largo plazo), los porcentajes para los países industrializados son los siguientes: 72,3% en 1980-82, 82,1% en 1983-86, y 91,4% en 1987-90. Por el contrario en 1991-92 los flujos de corto plazo hacia países industrializados eran negativos porque los bancos japoneses liquidaban los activos extranjeros para repatriar fondos y utilizarlos en forma interna (las fuentes y las hipótesis se explican en el cuadro 1).

⁴ Las transferencias netas de corto plazo son mucho mayores que las cifras de largo plazo expuestas en el cuadro 1, pero los ratios de los países industrializados/ en desarrollo son similares con excepción de los del período inicial. Los países industrializados recibieron un 87,3% de las transferencias netas de corto plazo en 1980-82, un 100,1% en 1983-86 y un 100,9% en 1987-90. En 1991-92, véase nota 3. (para fuentes e hipótesis, ver cuadro 1.)

do en 1980-82. El inesperado hecho que las transferencias oficiales a países desarrollados creciese muchísimo más rápidamente que aquellas hacia las naciones en desarrollo parece explicarse por un importante crecimiento en las transferencias oficiales dentro de la Comunidad Europea (CE). De hecho, la decisión de establecer el Mercado Único Europeo y la tercera expansión de la CE proporcionó el catalizador para un incremento mayor en el gasto de la Comisión Europea en los llamados Fondos Estructurales. Así, los recursos asignados por medio de esos fondos casi se duplicaron en términos reales entre 1987 y 1993, al equivaler en 1993 a 62.000 millones de ECU's (77.000 millones de dólares)⁶.

Finalmente, en el cuadro 3 se sugieren algunos de los cambios en los principales proveedores de capitales extranjeros. A comienzos de la década, Estados Unidos era el exportador más grande de capitales al resto del mundo. Entre 1980 y 1982, proporcionó un 15% de todo el capital. Otros proveedores industrializados importantes eran el Reino Unido con 11%, Alemania con 10% y, por último, Francia y Japón con 8% cada uno. Oriente Medio, principalmente Arabia Saudita y Kuwait, era también un proveedor importante, al proporcionar un 13% del volumen total de capital extranjero en 1980-82.

Hacia fines de los 80, el escenario había cambiado en muchos aspectos. La participación en la oferta de capitales por parte de Estados Unidos había caído a un 8%; el Reino Unido y Francia disminuyeron en forma marginal (a un 10 y un 7%, respectivamente), y Oriente Medio había casi desaparecido como proveedor de capitales (menos del 1%). En efecto, en el período de 1983-86, Oriente Medio era un importador neto de capitales. El lado inverso de este cuadro fue el creciente papel jugado por Alemania (un 12% del total de capitales) y en especial Japón (un 25%). Entre los países en desarrollo, Asia había superado a Oriente Medio con un 1.5% del total de la exportación de capitales. Las instituciones financieras internacionales (el Banco Mundial y los bancos de desarrollo regional, excluyendo el FMI) aumentaron su participación en los flujos de capitales entre 1980-82 y 1983-86, de un 13 a un 15%, pero cayeron en la última etapa de la década (a un 10%) ya que los nuevos préstamos de los bancos multilaterales no evolucionaron al ritmo de las amortizaciones sobre antiguos créditos⁷.

⁶ Véase Stephany Griffith-Jones y Christopher Stevens, "Regional Trade Liberalization Schemes: The Experience of the EC," trabajo presentado a IDB-ECLAC Seminar on Hemispheric Trade Liberalization, Washington, DC, mayo, 1992.

⁷ Richard Feinberg, "Overview: An Open Letter to the World Bank's New President", en Richard Feinberg y otros, *Between Two Worlds: The World Bank's Next Decade* (Washington, DC, Overseas Development Council, 1986).

Para las naciones industrializadas casi todos los tipos de flujos de capital aumentaron substancialmente durante la década de 1980, aunque los incrementos más importantes fueron la inversión directa y de cartera. A comienzos de los 90, hubo una caída en la inversión directa que iba a los países industrializados; al mismo tiempo, los flujos de cartera hacia las naciones industrializadas se duplicaron.

Los países en vías de desarrollo experimentaron una caída en los flujos netos de entrada durante los años 80, la mayor parte de esto se ha explicado por la caída del crédito de los bancos comerciales. Sólo la financiación excepcional (flujos resultantes de la restructuración de la deuda) mostró un incremento considerable. Sin embargo, al sumar los nuevos préstamos bancarios y los componentes de la restructuración, aún así se produjo una caída significativa en el crédito bancario, que había sido el componente dominante de la financiación internacional para los países en desarrollo durante los 70 y a comienzos de los 80. Los flujos de inversión directa hacia los países en desarrollo aumentaron fuertemente a comienzos de los 90, pero los flujos de cartera a estos países aumentaron mucho más, creciendo por más de un 500% entre 1987-90 y 1991-92. Con respecto a esto último, los flujos a países en desarrollo a comienzos de los 90 empezaron a seguir tendencias similares a las del mundo industrializado durante los 80. Otra cuestión significativa fue que los créditos de los bancos comerciales a los países en desarrollo, en conjunto, nuevamente fueron positivos, señalando una perspectiva de mejoramiento para el problema de la deuda. No obstante, el hecho de que todavía hubiese cantidades substanciales refinanciadas (aunque menos que en la segunda mitad de los 80) demostraba que algunos países, especialmente los de Africa, continuaban sufriendo una fuerte crisis de la deuda.

120

Una tendencia particularmente sorprendente que aparece en el cuadro 2 es que las transferencias oficiales (concesiones y préstamos) a países industrializados aumentaron dramáticamente, tanto en términos absolutos como en proporción de las transferencias totales. En tanto las transferencias oficiales hacia las naciones en desarrollo aumentaron de 15.000 millones de dólares en 1980-82 a 26.000 millones en 1991-92 (algo menos que el doble), las transferencias oficiales a los países industrializados aumentaron de 23.000 millones en 1980-82 a 97.000 millones en 1991-92 (aumentando cuatro veces). Se debe resaltar que la última cifra incluye un ítem extraordinario: las grandes transferencias por parte de países como Arabia Saudita y Kuwait a Estados Unidos, vinculadas a la Guerra del Golfo; si se excluyen éstas, las transferencias oficiales a naciones industrializadas llegaron a alrededor de unos 75.000 millones en 1991-92, un nivel que es más del triple del alcanza-

nes de este crecimiento se conocen bien: en general, falta de regulación de los Euromercados, incluso falta de requisitos de reserva complementada por los depósitos de petrodólares después del aumento del precio del petróleo en 1973-74 y 1979⁸.

Inicialmente, estos nuevos mercados internacionales estaban separados de los mercados de capitales internos en las naciones industrializadas. Sin embargo, gradualmente la separación empezó a desmoronarse a medida que los gobiernos de los países industrializados liberalizaron el acceso y los mercados principales se integraron. La liberalización tuvo varias manifestaciones. La primera fue el desmantelamiento de las barreras para los flujos financieros a través de las fronteras. Esto incluyó la eliminación de impuestos, el control de cambios y diferentes tipos de restricciones para el acceso a los mercados internos. En segundo lugar, como resultado de las nuevas condiciones de acceso, los bancos empezaron a establecer sucursales o comprar otros bancos en países industrializados. Esta tendencia fue especialmente notoria en Estados Unidos donde los bancos europeos y japoneses llegaron a ser actores importantes. Con la aceleración de la integración europea, las redes de sucursales en Europa también llegaron a ser populares, pero los mayores obstáculos de la banca extranjera continuaban existiendo en Japón. Una vez que se establecieron las sucursales, tenían que justificar su existencia mediante el aumento de préstamos. En tercer lugar, se desarrollaron muchos instrumentos financieros nuevos, que también aceleraron el crecimiento de los mercados de capitales. En general, la “titulización” llegó a ser más importante a costa de los préstamos bancarios, los activos fueron agrupados como valores transables y las operaciones a futuro y las opciones ganaron popularidad. Los swaps se agregaron en los 80, y los fondos mutuos internacionales trajeron a los inversionistas individuales al mercado y aumentó el capital disponible. A comienzos de los 90, los mercados de bonos internacionales se abrieron nuevamente a las naciones en desarrollo y los certificados de depósito norteamericanos globales —ADR/GDR (American Depositary Receipt, Global Depositary Receipt) proporcionaron a sus compañías el acceso a las bolsas de los países industrializados⁹.

⁸ Los datos son del BIS (Bank for International Settlements), *Annual Report*, varios ejemplares. Sobre la historia y estructura de los Euromarkets, véase M.S. Mendelsohn, *Money on the Move: The Modern International Capital Market* (Nueva York, McGraw Hill, 1980) y Geoffrey Bell, *The Eurodollar Market and the International Financial System* (Londres, Macmillan, 1974).

⁹ Para un excelente análisis de los mercados de capitales internacionales, véase la publicación anual del IMF, *International Capital Markets*. Esta publicación proporciona tanto datos estadísticos como información sobre cambios estructurales.

A comienzos de los 90, Estados Unidos aumentó su participación en la oferta de capitales a un 11,5% del total, pero era sólo el segundo gran proveedor; el más grande era Alemania con un 12,5%. La participación de Japón cayó considerablemente a comienzos de los 90 a sólo un 11%. Esta disminución resultó de una caída de la inversión directa de Japón en Estados Unidos y de las compras japonesas de bonos del Tesoro Norteamericano, en tanto que la crisis económica en Japón causó un fuerte cambio en la cartera para apoyar los negocios internos.

En resumen, hubo cuatro cambios importantes en los flujos de capital internacional durante el período analizado. En primer lugar, el volumen global de flujos aumentó significativamente. En segundo lugar, un cambio muy importante en los destinatarios hizo salir el dinero desde los países en vías de desarrollo hacia las naciones industrializadas durante los 80, una tendencia que se invirtió parcialmente a comienzos de los 90. Dentro del mundo en vías de desarrollo desde la mitad de los 80, Asia reemplazó a América Latina como el mayor beneficiario del financiamiento extranjero y de las inversiones. En tercer lugar, la inversión directa y la inversión de cartera desplazaron el crédito de los bancos comerciales como las principales fuentes de flujos de capitales. En cuarto lugar, Estados Unidos fue desplazado por Japón y Alemania como el proveedor más importante de capitales hacia fines de los 80. A comienzos de los 90, los tres estaban a aproximadamente un mismo nivel, puesto que EE.UU. amplió las exportaciones de capital y las de Japón cayeron.

Explicaciones

Estos cuatro cambios —aumento del volumen de capitales en circulación, aumento de la absorción de los países industrializados, aumento de la importancia de la inversión directa e inversión de cartera y aumento en el papel de Japón y Alemania como proveedores— están interrelacionados. Así, los diferentes factores explicativos discutidos anteriormente en forma conjunta explican este grupo de cambios en los modelos de flujos financieros globales durante los 80.

Uno de los factores explicativos más importantes supuso cambios en la estructura de los mercados financieros. Tales cambios habían empezado realmente en los 60 con el surgimiento de los Euromercados. Los mercados financieros del exterior crecieron muy rápidamente, de alrededor de 100.000 millones de dólares en 1970 a más de 800.000 millones en 1980. Las razo-

liberar los recursos para servir la deuda. Estas políticas se diseñaron en estrecha colaboración con el FMI y el Banco Mundial, que también proporcionaron sus propios préstamos para ayudar al servicio a la deuda y ofrecer incentivos para el cambio de las políticas. Inicialmente, las nuevas políticas incluyeron las típicas medidas diseñadas por el FMI para reducir el gasto interno. La recesión resultante redujo las importaciones con lo que se generaron los superávits comerciales permitiendo que tuvieran lugar las transferencias neta de recursos financieros. Sin embargo, durante el curso de la década las políticas evolucionaron hacia el llamado ajuste estructural por medio del cual los gobiernos redujeron su propio rol económico, liberalizaron los mercados internos y redujeron las barreras al comercio exterior y a los flujos de capitales.

Los resultados fueron variados. Durante los 80 y particularmente a comienzos de los 90, algunos países en América Latina experimentaron una continuación del crecimiento, en tanto que otros (especialmente en África) quedaron atascados en la recesión e incluso en la depresión. Por el contrario, los países asiáticos crecieron rápidamente y rápidamente superaron los problemas de cualquier tipo de la deuda. El cambio en las políticas económicas de América Latina y el aumento de las tasas de crecimiento en esa región ayudaron a renovar el interés de los inversionistas internacionales a comienzos de los 90, lo que revirtió los negativos flujos de recursos que habían caracterizado ampliamente al mundo en vías de desarrollo durante la década previa. No obstante, como se verá adelante las tendencias de las tasas de interés en los países industrializados eran un complemento esencial de los sucesos intrínsecos del Tercer Mundo, levantando dudas sobre la durabilidad de los nuevos flujos de capitales.

125

Simultáneamente, a comienzos de los 80, cuando muchos países en desarrollo tropezaban con los severos problemas de la deuda que produjeron flujos de salida de capitales, las tendencias en el mundo industrializado se movían en una dirección que dio por resultado un aumento en los flujos de entrada en esos países. Específicamente, los déficits fiscales y comerciales empezaron a crecer. De lejos el caso más destacado, por supuesto, fue el de Estados Unidos. Durante los años Reagan/ Bush, el déficit presupuestario aumentó de 76.000 millones de dólares en 1980 a 219.000 millones en 1990 y la cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de un excedente de 2.000 millones de dólares en 1980 a un déficit máximo de 160.000 millones en 1987 antes de caer a 92.000 millones en 1990¹¹. Dada la baja y la disminu-

¹¹ Los datos corresponden a varios ejemplares de la publicación semestral del IMF, *World Economic Outlook*.

Durante los 70, estas innovaciones llevaron a un gran incremento en el acceso a la financiación internacional de algunos países en vías de desarrollo mediante el mercado de eurodivisas. Un subconjunto de países en desarrollo de ingreso medio se transformaron en clientes favorecidos de los bancos internacionales. En los 80, sin embargo, las innovaciones financieras en conjunto con otros desarrollos produjeron concentraciones de flujos de capital aún mayores a países industrializados.

Uno de estos desarrollos fue la crisis de la deuda que estalló en agosto de 1982¹⁰. Cuando el gobierno mexicano declaró que no podría continuar efectuando sus pagos en el esquema acordado, la burbuja estalló sobre la deuda mundial. Así los banqueros como grupo, decidieron detener virtualmente los préstamos a todas las naciones en América Latina y a las pocas en Africa que habían podido solicitar un préstamo en los mercados privados. Sin embargo, con la excepción de Filipinas los prestatarios asiáticos fueron considerados más solventes y continuaron teniendo acceso a la financiación de los bancos comerciales. Los préstamos de los 70 y de comienzos de los 80 habían sido voluntarios, ya que los bancos habían buscado ávidamente efectuarlos para aumentar sus utilidades. Fueron estos préstamos voluntarios los que se terminaron para América Latina y Africa.

124

En su lugar se ofrecieron los préstamos “involuntarios”, pero su volumen era significativamente menor que los reemplazados. Los préstamos involuntarios eran un componente del acuerdo global establecido por las instituciones internacionales financieras y los gobiernos de los países industrializados para enfrentar la crisis de la deuda. Es decir, los bancos estuvieron obligados a proporcionar nuevos préstamos, equivalentes a un cierto porcentaje de su exposición para obtener ayuda para proteger los préstamos existentes. Se combinaron los préstamos con negociaciones progresivas para reprogramar los pagos de las amortizaciones vencidas. Aunque eufemísticamente se le ha llamado “dinero nuevo”, los préstamos involuntarios principalmente han servido para posibilitar a los países deudores mantener los pagos de los interés sobre sus deudas.

El **quid pro quo** para la reprogramación y los nuevos préstamos a América Latina y Africa fueron condiciones de política económica ajustadas para

¹⁰ La crisis de la deuda continúa siendo objeto de análisis. Las fuentes recientes generales incluyen a William Cline, *International Debt Reexamined* (Washington, DC, Institute for International Economics, 1994) y Barry Eichengreen y Pedro Lindert editores, *The International Debt Crisis in Historical Perspective* (Cambridge, MIT Press, 1990). Sobre América Latina véase Robert Devlin, *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story* (Princeton, Princeton University Press, 1989). Sobre Africa véase Carol Lancaster y John Williamson, *African Debt and Financing* (Washington, DC, Institute for International Economics, 1986). La principal fuente de estadísticas es la publicación anual del Banco Mundial, *World Debt Tables*, que también proporciona un análisis de las recientes tendencias.

En forma general, es reconocido que el déficit presupuestario de Reagan fue un factor crucial para sacar a la economía de Estados Unidos de la recesión que la caracterizó a comienzos de los 80. De hecho, a diferencia de la situación en el período inicial de la postguerra, de 1983 a 1988 Estados Unidos creció más rápidamente que los países europeos más importantes e incluso más rápido que Japón. Bajo la Administración Bush, las tasas de crecimiento de Estados Unidos cayeron en parte debido al intento de reducir el déficit. La contrapartida fue disminuir las tasas de interés, que declinaron desde los niveles relativamente altos de 1989 a los más bajos de la postguerra en 1993, antes de subir nuevamente. Fueron estas caídas de las tasas de interés las que llevaron a los inversionistas norteamericanos, seguidos más tarde por los europeos a mirar al extranjero para obtener mejores retornos, dado que sus tasas empezaron a caer demasiado; Asia y América Latina fueron considerados especialmente atractivos en este contexto¹⁴.

Como se decía al comienzo de esta sección, estas tendencias financieras internacionales y sus explicaciones son muy complejas y se entrelazan. Los aumentos en el volumen de flujos de entrada de capitales internacionales se derivaron de los cambios tanto por parte de la oferta (cambios en la estructura del mercado) como por parte de la demanda (aumento de los déficit en los países industrializados, especialmente en Estados Unidos). Aunque la demanda de capitales en el Tercer Mundo continuó, la incapacidad de pago dejó esta demanda sin efecto en la mayoría de los países fuera de Asia hasta los comienzos de los 90. Las fuentes de oferta se trasladaron hacia las naciones con grandes superávits de la cuenta corriente: la OPEP fue reemplazada por Japón y también por Alemania (hasta que la reunificación absorbió el excedente alemán). El tipo de exportaciones de capitales modificó el protagonismo desde los préstamos bancarios hacia la inversión directa y de cartera, tanto como consecuencia de la demanda en los países industrializados como también de los intereses de los proveedores. Así, la preferencia de los gobiernos de la OPEP por los depósitos bancarios fue reemplazada por la preferencia del sector privado alemán y japonés por las acciones, los bienes raíces, así como de valores gubernamentales. A comienzos de los 90, los países latinoamericanos empezaron a unirse a sus contrapartes de Asia Oriental como participantes en estas nuevas formas de financiación internacional.

¹⁴ Es interesante notar que Europa del Este y las ex-repúblicas soviéticas no se han transformado en competidores significativos para América Latina y Asia Oriental, a pesar de los temores al respecto al final de la guerra fría. Como argumenta Fred Halliday, tal competencia no ha surgido entre inversores privados aunque ha habido algunos cambios entre donantes multilaterales y bilaterales. Lo último ha significado un movimiento de recursos tanto de personal como financiero.

ción de la tasa de ahorro en el sector privado, la única manera de poder sostener estos déficit fue a través de la solicitud de préstamos extranjeros. Así, para el año 1984, Estados Unidos se había transformado en el deudor más grande del mundo, al igual que los extranjeros se transformaron en los más importantes compradores de valores gubernamentales utilizados para financiar el creciente déficit del presupuesto. Estos fondos eran simultáneamente la contrapartida del déficit comercial¹².

El déficit comercial también estimuló los flujos de capitales hacia los Estados Unidos por lo menos en dos maneras distintas. Por un lado, la parte más manifiesta del déficit comercial era con Japón, y las crecientes llamadas de protección contra las importaciones japonesas trajo el establecimiento de los "transplantes". Especialmente en la industria automotriz y electrónica, las empresas japonesas instalaron medios de producción en Estados Unidos como sustituto de sus exportaciones. (No obstante, sus importaciones de insumos ayudaron a mantener el déficit de EE.UU. con Japón a un nivel elevado). Por otra parte, los intentos para reducir el déficit comercial que llevaron a los Acuerdos del Plaza en el otoño de 1985, fueron en parte diseñados para reducir el valor del dólar y hacer más competitivas las exportaciones de EE.UU. El valor más elevado del yen dio como resultado una mayor inversión japonesa en el extranjero. Algunas de estas inversiones fueron a Asia, pero la mayoría terminaron en los países industrializados, en especial en Estados Unidos, reforzando así la tendencia hacia las industrias "trasplantadas".

126

Otros países industrializados también experimentaron grandes déficit fiscales en la década de 1980, en tanto crecían los gastos y los ingresos no seguían el mismo ritmo. Virtualmente, todos tenían déficit en las cuentas gubernamentales centrales durante la década, y todos menos Japón también tenían déficit en las cuentas generales del gobierno en un sentido amplio. Había diferencias en la magnitud de estos déficit y su estructura durante la década; más importante aún, también había diferencias en la capacidad de financiación de los déficit e inversión interna a través del ahorro privado. Con la excepción de Alemania y Japón, todos los países industrializados más importantes recurrieron al ahorro externo durante la década de 1980, lo que sólo se compara con el Reino Unido y Canadá que hicieron lo mismo en los 70¹³.

¹² "Net External Asset Position of Major Industrial Countries, 1980-89", en IMF, *World Economic Outlook* (Washington, DC, IMF, abril, 1988, páginas 88-90).

¹³ Para un análisis de los déficit fiscales y las tasas de interés en los países industrializados durante los 80 y proyecciones para los 90, véase IMF, *World Economic Outlook* (Washington, DC, IMF, octubre, 1993, cap. 4).

laterales (los otros componentes principales de “otros capitales de largo plazo”) aumentaron en importancia durante el período de la crisis de los 80, pero disminuyeron nuevamente a comienzos de los 90¹⁶.

El comportamiento de la inversión extranjera directa (IED) y las inversiones de cartera fue más positivo desde el punto de vista del volumen de los flujos de entrada de capitales. La IED a América Latina también cayó como consecuencia inmediata de la crisis de la deuda, pero volvió a sus niveles iniciales hacia finales de la década y se duplicó a comienzos de los 90, a medida que las empresas transnacionales recobraban la confianza en la región. Las inversiones de cartera siguieron una similar pero más pronunciada tendencia transformándose en negativas hacia mediados de los 80 aunque llegando a niveles sin precedentes —un promedio de 27.000 millones anuales— hacia 1991-92. El auge de la inversión de cartera resultó del aumento de la confianza en América Latina, pero un estímulo igualmente importante se produjo como consecuencia de las bajas tasas de interés en Estados Unidos y de las oportunidades por una única vez de ganancias en las bolsas de América Latina. Las transferencias oficiales se duplicaron entre los inicios de los 80 y los inicios de los 90, pero representaron una participación muy pequeña de la financiación externa total.

Las tendencias en Asia difirieron de aquellas que caracterizaban a América Latina en muchos aspectos¹⁷. Los flujos globales se iniciaron a comienzos de los 80 a un nivel mucho más bajo que en América Latina, pero continuaron aumentando en cantidades moderadas durante toda la década. A comienzos de los 90, Asia también dio pruebas de un substancial salto dentro de los flujos de entrada de capitales extranjeros, aunque el porcentaje de aumento era menor que el del Hemisferio Occidental.

En cuanto a la composición de los flujos, se deben resaltar varias diferencias importantes respecto de América Latina. Las primeras atañen a los préstamos de los bancos comerciales. Con la excepción de Filipinas, las nacio-

¹⁶ Los datos del FMI para construir los cuadros 1 y 3 no muestran un detalle de capital de largo plazo por medio de la fuente. Basado en las cifras del Banco Mundial, que ofrecen tal desagregación, el ratio de *desembolsos* de préstamos de bancos comerciales a los acreedores oficiales fue de 4.7 en 1980, de 0.5 en 1986, de 0.6 en 1987-90 y de 1.1 en 1991-92. Calculado en base al Banco Mundial, *World Debt Tables, 1993-94*, Vol. 1, pág. 187.

¹⁷ En este trabajo, Asia incluye tres subregiones: Asia Oriental, Asia del Sudeste y Asia Sur. Tienen modelos bastante diferentes de uso de capital extranjero. Asia Oriental, especialmente Corea del Sur y Taiwán, contaron fuertemente con su propio ahorro interno. Asia del Sudeste, sobre todo en la última década, ha recibido grandes cantidades de inversión extranjera directa en el sector industrial de otros países asiáticos. Finalmente, el modelo Sur Asiático es más similar al de África Sub-Sahariana, aunque las cantidades absolutas son más bajas, incluso antes de tomar en cuenta los criterios per capita.

Contrastando Pautas Financieras Externas para el Tercer Mundo

Los flujos de capitales a las diferentes regiones del mundo en vías de desarrollo en los 80 y a comienzos de los 90, habían tenido rasgos significativamente diferentes, en términos de estabilidad y composición. El modelo más positivo fue en Asia, en donde los flujos netos de entrada de capitales aumentaron gradualmente a través del tiempo; la región asiática también tenía el volumen más grande de flujos de entrada. América Latina experimentó un modelo muy volátil de flujos de entrada de capitales, alto a principio y finales del período pero bajo entremedio, en tanto el acceso de Africa al financiamiento externo se estancó a un nivel relativamente bajo¹⁵.

El cuadro 4 proporciona detalles sobre estas pautas divergentes. La más dramática, de lejos, se encontró en América Latina. El promedio de los flujos de capitales a América Latina en 1980-82 fue casi el doble del de Asia y tres veces más alto que el de Africa. Hacia mediados de la década con el inicio de la crisis de la deuda, estos flujos se habían desplomado a sólo un 40% de su anterior nivel y permanecieron a un nivel similar hasta finales de los 80 situándose muy por debajo de los flujos de entrada a Asia. Sin embargo, a principios de los 90 las cifras de los flujos fueron más del doble excediendo a las anteriores a la crisis de la deuda pero, no obstante, fueron menos que los flujos a Asia.

Hubo muchos determinantes de estas fluctuaciones totales. En los años iniciales fue más obvio el comportamiento de los préstamos de los bancos comerciales (el componente principal de la categoría "otros capitales de largo plazo"). Estos préstamos representaron más de la mitad de todos los flujos de entrada de capitales a América Latina a comienzos de los 80. Desde 1983 eran negativos, puesto que los prestamistas se negaron a refinanciar mediante nuevos créditos los créditos vencidos. Hasta cierto punto los flujos de salida de capital fueron compensados mediante la restructuración de los préstamos ("financiamiento excepcional") pero los totales de los dos tipos de financiación cayeron de un promedio de 33.000 millones de dólares en 1980-82 a 11.000 millones en 1983-90 y a tan sólo 5.000 millones en 1991-92. Se debe destacar que los préstamos bilaterales y especialmente los multi-

¹⁵ Una discusión anterior acerca de las diferencias entre el papel del capital extranjero en América Latina y en Asia Oriental se encuentra en Barbara Stallings, "The Role of Foreign Capital in Economic Development", en Gary Gereffi y Donald Wyman editores, *Manufacturing Miracles: Pattern of Industrialization in Latin America and East Asia* (Princeton, Princeton University Press, 1992).

Las diferencias de composición de los flujos de entrada de capitales africanos comparadas con otras áreas en desarrollo también se ponen de manifiesto en el cuadro 4. La diferencia más obvia es el papel de las transferencias oficiales. A comienzos de los 80, estos préstamos concesionales representaban el 25% del financiamiento total externo a África. Una década más tarde, la cifra había subido a más del 50%, ya que las profundas crisis de crecimiento y de desarrollo y diversas emergencias llevaron a responder a los donantes bilaterales y multilaterales. La crisis de la deuda significó que los bancos comerciales y otros préstamos no concesionales llegaran a ser negativos hacia la segunda mitad de la década, y la reestructuración del financiamiento aumentó simultáneamente. Las cifras para ambas categorías a comienzos de los 90 —diferentes de la situación en América Latina— sugieren que la crisis de la deuda en África todavía es seria. Incluso en África, la IDE y la inversión de cartera han aumentado en los últimos años, pero los niveles son muy bajos comparados con el resto de los países del Tercer Mundo.

Además de examinar las diferencias en la composición de flujos de capitales durante el período completo es importante fijar la atención específicamente en la situación en los inicios de los 90, puesto que ésta es la base principal para las proyecciones en las futuras tendencias. La composición presente de los flujos varía substancialmente a través de las regiones, como se ve en la última columna del cuadro 4. El componente dominante de los flujos asiáticos es la IDE (44% del total), seguida por los bancos comerciales y los préstamos no concesionales al sector público (35%). Por el contrario, para América Latina, el ítem más importante era la inversión de cartera (55%), con la IDE en un distante segundo lugar (28%). En África las transferencias oficiales y la reestructuración de préstamos son de importancia aproximadamente igual.

Estos diferentes tipos de flujos tienen implicaciones importantes para las perspectivas de desarrollo. En términos financieros las transferencias oficiales desde las agencias de ayuda bilaterales y los programas especiales de las organizaciones multilaterales son el tipo de flujo más favorable, puesto que éstos o no tienen que ser reembolsados en absoluto (concesiones) o tienen muy bajas tasas de interés y vencimientos de largo plazo (préstamos concesionales). No obstante, precisamente debido a que cuentan con términos tan favorables, tales fondos están disponibles sólo para los países más pobres del Tercer Mundo, principalmente al África Sub Sahariana y Asia del Sur. Aunque África es el beneficiario de la gran mayoría de tales flujos dentro del Tercer Mundo, generalmente han sido

nes asiáticas no se enfrentaron a serias crisis de la deuda en los 80. Corea tenía una ratio de deuda/ PIB similar al de Brasil y México, pero el elevado nivel de sus ingresos por exportaciones significó que la deuda podría ser servida sin serios problemas. Además, los bancos “regionalizaron” sus percepciones, retirando los créditos de todos los países latinoamericanos y manteniéndolos en Asia, incluso en casos donde los indicadores económicos eran bastante similares. Como consecuencia, las naciones asiáticas nunca perdieron el acceso a la financiación de los bancos comerciales, aunque las cantidades absolutas disminuyeron un poco hacia fines de los 80. La contrapartida es que la reestructuración del financiamiento tampoco alcanzó niveles elevados. También fueron importantes en el contexto asiático los préstamos no concesionales bilaterales, en especial del gobierno japonés, así como algunos créditos multilaterales¹⁸.

130

En segundo lugar, la IED en Asia aumentó firmemente durante todo el período. El aumento fue lento hasta que los Acuerdos del Plaza en 1985 elevaron el valor del yen con respecto al dólar, lo que aumentó los costos en Japón y bajó la competitividad de las exportaciones japonesas. Las empresas japonesas reaccionaron trasladando algunas de sus plantas al Sudeste Asiático (principalmente Tailandia, Malasia, e Indonesia), de donde importaron una parte de los artículos manufacturados resultantes y exportaron el resto a países del Tercer Mundo. Una segunda fase de este proceso se produjo hacia fines de los 80, cuando las monedas de Corea del Sur y Taiwán también subieron de valor y aquellos también empezaron a invertir en el Sudeste Asiático. La inversión de cartera en Asia también aumentó substancialmente a comienzos de los 90 en comparación con la década de 1980 pero no logró el volumen de flujos similares a América Latina. Las transferencias oficiales fueron levemente más grandes que en América Latina (principalmente las destinadas a naciones de Asia del Sur y a la India, Pakistán y Bangladesh), pero no muy significativas en términos globales.

Finalmente, Africa ilustra un tercer modelo de flujos de capitales. Al igual que en América Latina, la crisis de la deuda en Africa produjo una caída en los flujos totales en 1983-86. Hacia 1987-90 los flujos habían recuperado los niveles encontrados al inicio de la década, pero, subieron sólo levemente en los 90. En otras palabras, Africa no ha participado en el auge de la inversión extranjera de la que han disfrutado América Latina y Asia.

¹⁸ Los ratios de desembolsos de los bancos comerciales respecto a los créditos oficiales para Asia Oriental y el Pacífico eran de 2.0 en 1980, 1.4 en 1986, 1.2 en 1987-90 y de 1.6 en 1991-92. Calculado a partir del Banco Mundial, *World Debt Tables, 1993-94*, Vol. 1, pág.179.

inversión directa puede facilitar las exportaciones. Los países del Sudeste Asiático proporcionan buenos ejemplos de estas ventajas, tal como la IDE de Japón y los NIC de Asia del Este que se ha iniciado fuertemente en la exportación de productos manufacturados. La relación entre la IDE y las exportaciones está, sin embargo, menos clara en otras regiones.

Finalmente, está la nueva inversión de cartera. Estos flujos se pueden dividir en múltiples categorías, como se ve en el cuadro 5. La más importante es la de los bonos, que han explicado más de la mitad de la inversión de cartera en los años recientes. Los bonos tienen la ventaja de tener principalmente tasas de interés fijas, pero el promedio de vencimiento de los bonos emitidos por países en desarrollo en los 90 es de muy corto plazo (alrededor de cuatro años para América Latina, por ejemplo). En el caso de México, los bonos del Tesoro tenían plazos aún mucho más cortos. Esto implica que una gran proporción de los bonos existentes podría ser retirada muy rápidamente y que los bonos no se renovasen en el futuro. Ello ocurrió muy dramáticamente con los Tesobonos mejicanos. Menos dramático, pero también una causa de preocupación es el riesgo de que, aún cuando se renovasen los bonos, el costo de solicitar un préstamo aumentará significativamente puesto que los vencimientos son de tan corto plazo, que el riesgo de aumentos en el costo podría elevarse bastante pronto.

Un nuevo tipo de financiación privada externa es la inversión internacional en acciones, compuesta de inversión directa en títulos internacionales, certificados de depósito norteamericanos (ADRs/ GDRs) y las inversiones por la vía de fondos mutuos. Como se demuestra en el cuadro 5, todas estas modalidades han proporcionado cerca de una tercera parte de los flujos de la inversión de cartera a países en desarrollo entre 1989 y 1993. Al igual que la IDE, los flujos de inversiones internacionales en acciones tienen la ventaja de un grado de sensibilidad cíclica respecto a los dividendos, pero también conllevan importantes riesgos para los países destinatarios. Por numerosas razones los inversionistas podrían dejar de invertir en títulos e incluso tratar de vender sus acciones rápidamente, si temen un empeoramiento de las perspectivas económicas o políticas en un país. Este hecho podría ocasionar presiones sobre el tipo de cambio y/ o caída de precios en las bolsas locales de valores. Aunque el último efecto disminuiría el riesgo de un gran flujo de salida de divisas, podría tener un impacto negativo sobre la demanda agregada —mediante un efecto riqueza— y sobre el sistema financiero interno, especialmente si los bancos y las actividades sobre acciones están estrechamente integradas a través de tenencias cruzadas o el efecto multiplicador de los inversionistas. Hasta el punto que una parte importante de la inversión en

insuficientes para estimular el crecimiento dado los agobiantes problemas en la región.

En términos financieros los flujos siguientes más favorables son los préstamos no concesionales bilaterales y multilaterales. Los primeros usualmente han sido los créditos para la exportación atados a la compra de las exportaciones de la nación donante. Sin embargo, en el caso de Japón se introdujo un nuevo tipo de préstamo "desatado" hacia fines de los 80, para los países de ingreso medio, como parte del intento de Japón de reciclar su gran excedente comercial y atenuar las quejas de Estados Unidos. Aunque estos créditos, bilaterales o multilaterales, tenían vencimientos a más corto plazo y tasas de interés más elevadas que los préstamos concesionales, no obstante, éstos tendieron en el pasado a incluir términos más favorables que los de los bancos comerciales o de los mercados de bonos. Sin embargo, a comienzos de los 90 los países en desarrollo muy solventes habían podido aumentar la financiación privada a costos inferiores (aunque con vencimientos a más corto plazo) que lo que obtenían por la vía de préstamos multilaterales.

132

Los préstamos de los bancos comerciales, en general, tienen tasas de interés más altas (y otros emolumentos) y especialmente vencimientos a más corto plazo. También tienden a tener tasas de interés flotantes, que complican el cálculo de requisitos de servicio y aumentan la inestabilidad de los servicios de la deuda. No obstante, durante los 70, los gobiernos del Tercer Mundo pensaron que ofrecían ventajas significativas en comparación con otros tipos de financiamiento. Los préstamos de los bancos comerciales se consideraban superiores a los préstamos bilaterales y multilaterales porque no conllevaban condiciones y se consideraban mejores que la IDE porque los gobiernos destinatarios podrían ejercer más control sobre su uso. Sin embargo, una vez que estos préstamos se ampliaron al punto que no se pudieron servir, reapareció la condicionalidad multilateral como se discutió anteriormente.

La inversión directa que fue evitada en los 70, fue considerada más positivamente en los 80. Probablemente diversos factores explican el cambio de opinión en los países en desarrollo, además del hecho de que los préstamos bancarios ya no estaban disponibles excepto en Asia. En primer lugar, estos flujos fueron considerados más estables puesto que es difícil retirar activos de capitales fijos. En segundo lugar, los flujos de salida de las utilidades varían con el ciclo económico, de manera que el servir una inversión directa es más fácil que servir los préstamos. En tercer lugar, la inversión directa es una manera de importar tecnología y "know how". Y en cuarto lugar, la

Asimismo, la IDE parecería plantear menos efectos problemáticos para el comportamiento de la política monetaria. Debido a que la IDE no se intermedia normalmente a través del sistema bancario interno, no hay ninguna expansión del crédito interno, y por consiguiente, el difícil asunto de la esterilización de tal expansión monetaria es menos importante²³. La diferente composición de los flujos de capitales, así como la diferente estabilidad histórica en la evolución de tales flujos, podrían ayudar a explicar la razón de por qué la preocupación sobre el “dinero caliente” (hot money) y una súbita reversión del mismo prevalece más entre las autoridades económicas de América Latina que entre sus contrapartes asiáticas. La experiencia de la crisis del peso mexicano, y sus efectos en el resto de América Latina, confirman tal preocupación.

Además de su posible impacto en la inversión y en política macroeconómica de los países destinatarios, los flujos financieros también tienen un impacto por la vía de la condicionalidad. En los 80, un aspecto secundario importante de las crisis de la deuda de América Latina y África fue el aumento del papel que jugaron el FMI, el Banco Mundial y los bancos de desarrollo regional al unir los paquetes de restructuración para los países de esas dos regiones. Como se discutió anteriormente, junto a estos paquetes había un gran número de condiciones de políticas económicas, que influyeron ampliamente en la dirección de la política económica en esos países²⁴. En algunos análisis incluso se ha hablado de una “explosión” de condicionalidades²⁵.

135

Por lo menos se necesita distinguir tres tipos de condicionalidad en forma breve. En primer lugar están las condiciones macroeconómicas, orientadas principalmente a eliminar los déficit presupuestarios y de la balanza de pagos. En tanto que los economistas habían defendido hacía tiempo las condiciones macroeconómicas en las instituciones financieras internacionales, su impacto fue mucho más penetrante en los 80 debido a un acuerdo general acerca de su conveniencia que surgió entre los donantes, tanto

²³ Véase Robert Devlin, Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones, “Surges in Capital Flows and Development: An Overview of Policy Issues”, en Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones, “Coping with Capital Surges”, *op. cit.*

²⁴ Para diferentes interpretaciones de la importancia de la condicionalidad, véase Miles Kahler, “External Influence, Conditionality, and the Politics of Adjustment” y Barbara Stallings, “International Influence on Economic Policy”, ambos en Stephan Haggard y Robert Kaufman, “The Politics of Economic Adjustment” (Princeton, Princeton University Press, 1992).

²⁵ Para un buen análisis, véase Tony Killick, “Issues in the Spread and Design of Obligatory Adjustment Programmes”, documento presentado a la conferencia de ESRC sobre “Debt and Stabilization in the Third World”, Essex University, octubre, 1987.

las bolsas del Tercer Mundo se origina en los inversionistas institucionales que parecen colocar sus activos usando un criterio de largo plazo con lo que el riesgo de los grandes flujos de salida se reduce¹⁹.

Se ha argumentado que la composición de los flujos de entrada de capitales a Asia y a América Latina tiene efectos importantes en el impacto y las reacciones a tales flujos²⁰. Un tipo de impacto se refiere a la relación entre flujos de entrada de capitales e inversiones en el país destinatario. Específicamente, la IDE está directamente ligada a la inversión, mientras que otros tipos de flujos podrían tener otros propósitos. Así, el hecho de que la IDE predominase en los flujos a Asia parece ser una razón importante por la que los recientes flujos de entrada de capitales han sido asociados con el aumento de la inversión, considerando que la más baja proporción de la IDE a América Latina en el mismo período podría ser un factor importante que explique por qué el surgimiento de capital extranjero no se ha correspondido con un aumento en la inversión. Es interesante en este contexto resaltar que Chile, que es uno de los países de América Latina que atrae una proporción más alta de IDE, también ha visto aumentar su nivel de inversión total mucho más que el resto de América Latina durante este período.

La diferente composición de flujos también ayuda a explicar el diferencial del impacto macroeconómico de tales flujos. Como lo demuestran Calvo, Leiderman, y Reinhart²¹, el surgimiento reciente de flujos de entrada de capital en América Latina ha sido acompañada por una apreciación real del tipo de cambio; en Asia tal apreciación es menos común. La apreciación excesiva de monedas locales es indeseable porque desincentiva la producción de bienes transables. Tal apreciación se ha evitado parcialmente en Asia porque la IDE ha conducido a una inversión más alta, que requiere importaciones en gran escala de bienes de capital (en una proporción mucho más alta que el aumento de consumo)²².

¹⁹ Stephany Griffith-Jones, "European Private Flows to Latin America: The Facts and the Issues," en Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones, "Coping with Capital Surges: Latin America in the 1990s" (Boulder, Co. Lynne Rienner, 1994). Véase también, Vittorio Corbo y Leonardo Hernández, "Macroeconomic Adjustment to Capital Flows: Latin America Style versus East Asian Style, World Bank, mimeo, julio, 1994.

²⁰ Guillermo Calvo, Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart, "Capital Inflows to Latin America with Reference to the Asian Experience", IMF Paper on Policy Analysis and Assessment (Washington, DC, IMF, 1993).

²¹ Ibid.

²² Otras fuentes, sin embargo, sugieren que una razón muy importante de la falta de apreciación de las monedas en Asia del Sudeste podría ser la compra gubernamental de divisas. Véase "Malaysia's Problems with Prosperity", *The Economist*, 16 julio, 1994.

amplia base tributaria con tasas moderadas; (4) la determinación por el mercado de las tasas de interés, preferentemente a niveles positivos pero moderados; (5) el mantenimiento de un tipo de cambio competitivo, para promover las exportaciones y originar una cuenta corriente que se pueda financiar; (6) la promoción de las exportaciones, especialmente no tradicionales y la liberalización de las importaciones; (7) el estímulo de la inversión directa extranjera para proporcionar capital, conocimientos prácticos y tecnología; (8) la venta de empresas privadas tanto para mitigar la demanda de subsidios como porque se cree que la propiedad privada es más eficiente; (9) la desregulación para aumentar el grado de competitividad y hacer más fácil para el sector privado comprometerse con las actividades económicas; y (10) la garantía de derechos de propiedad para estimular la inversión privada, tanto interna como extranjera.

Finalmente, en los 90, un tercer tipo de condicionalidad ha emergido y va más allá del desempeño económico²⁷. Típico de esta nueva tendencia son las condiciones para alentar políticas en pro de los pobres, el reducir los gastos militares, el respeto por los derechos humanos, buena calidad de gobierno, la democracia y la protección del medio ambiente. Estas condiciones fueron introducidas principalmente por los donantes bilaterales; las IFIs han sido algo más renuentes. Hay mucho menos consenso general respecto de estas metas no económicas y los donantes individuales ponen el énfasis en aspectos diferentes. Estados Unidos, por ejemplo, ha puesto especial énfasis en la democracia, en tanto que algunos países europeos (especialmente los holandeses y los escandinavos) han puesto énfasis en la erradicación de la pobreza. Japón y Alemania han tomado el liderazgo en tratar de reducir el gasto militar. Según un análisis reciente²⁸ el proceso también varía con el “nuevo” concepto de condicionalidad. La mayoría de los donantes tanto bilaterales como multilaterales han puesto más énfasis en la persuasión que en la condicionalidad per se. Cuando se aplican condiciones, han sido selectivos en poner la atención en la interrupción de la ayuda particularmente a los incumplidores extraordinarios o en premiar a los ejecutantes destacados. No es sorprendente que los resultados sean variables.

²⁷ Se han analizado varios tipos de condicionalidad política en una serie continuada publicada por el Overseas Development Council. Véase, por ejemplo, Joan M. Nelson con Stephanie Eglinton, “*Encouraging Democracy: What Role for Conditioned Aid?*”, 1992; Nicole Ball, “*Pressing for Peace: Can Aid Induce Reform?*”, 1992 y Maurice J. Williams y Patti L. Petesch, “*Sustaining the Earth: Role of Multilateral Development Institutions*”, 1993. El resumen de la serie es Joan M. Nelson y Stephanie J. Eglinton, “*Global Goals, Contentious Means: Issues of Multiple Aid Conditionality*”, 1993.

²⁸ Véase Nelson y Eglinton, “*Global Goals, Contentious Means*”, especialmente Parte IV.

públicos como privados. En la década anterior los acreedores privados habían minado la influencia de las IFIs al proporcionar grandes cantidades de financiamiento, virtualmente sin condiciones, a los países en desarrollo más ricos de América Latina y Asia Oriental. Por consiguiente, solamente la región africana fue sujeta a una estricta condicionalidad en los 70. Durante la crisis de la deuda los latinoamericanos se unieron a la cola para la financiación condicionada aunque la mayor parte de los países asiáticos no lo hizo. Nuevamente a comienzos de los 90, las condicionalidades de las IFIs a América Latina se debilitaron por el creciente acceso a las fuentes privadas, al mismo tiempo que diversos países latinoamericanos se volvieron “prestatarios no entusiastas” de las IFIs.

El segundo tipo de condicionalidad supuso reformas estructurales, diseñadas para crear economías orientadas hacia el mercado en los países beneficiarios. Se puso particular énfasis en abrir las economías del Tercer Mundo al comercio internacional y los capitales y en limitar el papel del Estado. Esto último estaba relacionado con la disminución de déficit fiscales mencionados anteriormente y también vinculado a la liberalización, desregulación y la venta de empresas estatales. Estas condiciones estructurales habían sido parte de los programas de las IFIs para África durante los 80, pero no se generalizó a otras regiones hasta el anuncio de la Iniciativa Baker en el otoño de 1985. Con esta iniciativa el Secretario del Tesoro norteamericano, James Baker también trató de llevar las políticas de la deuda más allá de la austeridad y orientarlas hacia el crecimiento. La idea básica fue liberalizar los mercados y que el activo rol del sector privado fuese el motor del crecimiento renovado. El principal instrumento para estas condiciones políticas fueron los préstamos de ajuste estructural del Banco Mundial.

Un breve repaso de las principales condiciones de la política defendida por las IFIs y otros en Washington, como lo percibe un influyente grupo de expertos, servirá para resumir el **quid pro quo** que acompañó a los préstamos oficiales en los 80²⁶. Más adelante discutiremos la probabilidad de que continuasen en los 90. Las condiciones políticas incluían: (1) la eliminación de grandes déficit fiscales, principalmente a través de una reducción en el gasto gubernamental; (2) la reorientación del gasto público, en especial en educación y salud, y quizás en infraestructura; (3) el establecimiento de una

²⁶ Este grupo de políticas han sido llamadas “Washington Consensus”. Primero fueron enumeradas en el volumen editado por John Williamson, *“Latin American Adjustment: How Much Has Happened”* (Washington, DC, Institute for International Economic, 1990). Williamson más tarde diferenció unas políticas como generalmente aceptadas y otras como más polémicas. Véase John Williamson, *“Democratization and the ‘Washington Consensus’”*, *World Development* 21, 8, agosto, 1993.

Aunque en forma más moderada, es probable que las IFIs continúen influenciando las políticas del resto de los 90. En particular puede esperarse que el FMI y el Banco Mundial continúen su rol como poderosos defensores de políticas orientadas al mercado, tanto proporcionando incentivos para que nuevos países emprendan tales reformas y especialmente tratando de prevenir la “reincidencia” de los países que ya han pasado por esto. No obstante, estas organizaciones estaban proporcionando a comienzos de los 90 una cuota más pequeña de financiamiento externo a países en desarrollo que las proporcionadas hacia mediados de los 80, por lo tanto su influencia directa podría disminuir correspondientemente hasta el punto que tales tendencias financieras continuasen. Por ejemplo, el FMI y las otras IFIs han proporcionado más de un 20% del total de la financiación externa para el África Sub-Sahariana en 1992-93, en comparación con un 40% hacia mediados de los 80. Para América Latina proporcionaron un 16% en 1992-93 versus un 33% en el comienzo del período; para Asia Oriental las cifras eran 7 y 14%, respectivamente³⁰. Además, hay una clara tendencia hacia una baja en el nivel y en la proporción del llamado programa de Préstamos de Ajuste Estructural, hecho tanto por el Banco Mundial como por los bancos de desarrollo regional. Como los Préstamos de Ajuste Estructural fueron el mecanismo principal con el que los bancos de desarrollo ejercieron condicionalidad, éste es otro indicador de la importancia decreciente de la condicionalidad en los comienzos de los 90.

139

Un segundo tipo de influencia ejercida por los proveedores de capital extranjero es lo que podría llamarse condicionalidad implícita. Este concepto se refiere al requisito por parte de los inversores privados y prestamistas que los países destinatarios sigan ciertos tipos de políticas para ser considerados “solventes”. Tales requisitos raramente se expresan en la forma explícita asumida por los acuerdos con las IFIs. Más bien son los factores que las corporaciones transnacionales, los gerentes de fondos mutuos o las compañías de seguros y los funcionarios de los bancos privados tienen en cuenta al colocar sus inversiones.

Se recordará que en los 70, los bancos privados estaban ansiosos por prestarle a cualquier país del Tercer Mundo que crecía rápidamente y parecía ser capaz de servir los préstamos. Con el retorno de los capitales privados a través de la inversión directa extranjera, de las emisiones de bonos y de las bolsas de valores, existe la posibilidad de que los inversores se olvi-

³⁰ Se calcularon estos porcentajes a partir del Banco Mundial, *World Debt Tables, 1993-94*, Vol. I. Los datos referidos como a mediados de los 80, corresponden al año 1986.

Implicaciones para el Desarrollo y Estrategias de Desarrollo

Habiendo examinado las tendencias en los flujos de capitales internacionales en los 80 y a comienzos de los 90, ahora volvemos a nuestra tarea final y nos preguntaremos por el impacto de las tendencias financieras externas en las perspectivas de desarrollo durante el resto de la década. Primero, resaltamos tres tipos de influencias que los flujos financieros internacionales pueden tener en el desarrollo de estrategias y perspectivas. Luego se fijará la atención en las diferencias regionales entre Africa, Asia, y América Latina.

Una primera forma en la que la financiación internacional impacta en la estrategia de desarrollo es mediante la condicionalidad explícita impuesta por las instituciones financieras internacionales (IFIs). Las condiciones más explícitas son las de los préstamos del FMI y el Banco Mundial; no obstante, otras instituciones financieras, tales como los bancos de desarrollo regional y los donantes bilaterales, también imponen condiciones a las medidas de política. De hecho, la abundancia de instituciones y condiciones involucradas, lleva a lo que se ha llamado la “condicionalidad cruzada”, que a menudo hace que las negociaciones sean realmente engorrosas²⁹.

138

Entre los variados tipos de condicionalidad analizados en la sección anterior, las condiciones estructurales son las que han sido particularmente influyentes para formar las estrategias de desarrollo. Se diseñaron para sacar a los países del Tercer Mundo de sus tradicionales políticas de industrialización substitutiva de importaciones, caracterizadas por altos niveles de protección y un fuerte papel del Estado, hacia políticas orientadas al mercado defendidas por las IFIs. Aunque hay desacuerdo en cuán eficaz han sido estas condiciones y ciertamente no han sido las únicas razones para el cambio, es difícil negar que la condicionalidad de las IFIs ha jugado un papel en el dramático cambio de estrategias del desarrollo que ocurrieron en algunas partes del Tercer Mundo durante la década pasada. Este papel de la condicionalidad de las IFIs fue particularmente importante a comienzos de los 80, cuando a menudo había un fuerte desacuerdo entre las IFIs y los gobiernos de países en desarrollo. Hacia fines de los 80 y comienzos de los 90, (particularmente en América Latina), había mucho más acuerdo entre las autoridades y las IFIs. La condicionalidad se hizo menos polémica y menos influyente, pero todavía consume el tiempo de los donadores y destinatarios por igual.

²⁹ Véase, por ejemplo, Enio Rodríguez y Stephany Griffith-Jones, “Cross-conditionality, Banking Regulation and Third World Debt”, Londres, MacMillan, 1992.

obstante, si los flujos financieros son muy volátiles, y especialmente si esta volatilidad opera en una forma pro cíclica su impacto positivo se diluirá. Igualmente, si tales flujos conducen a una apreciación significativa de la moneda local, pueden minar los intentos de aumentar las exportaciones, un aspecto importante de los nuevos modelos de desarrollo. O, incluso más problemático, si básicamente van a aumentar el consumo o las actividades especulativas, entonces distorsionarán los precios locales y harán más difíciles las decisiones basadas en el mercado. Además, en este caso, no crearán la capacidad productiva que ayudará al país a servir tales flujos en el futuro. Esto podría representar el riesgo de una futura crisis de la deuda.

Por consiguiente, el impacto de los flujos extranjeros en el crecimiento de largo plazo de los países dependerá tanto del tipo de flujos y su sostenibilidad como también hasta cierto punto, de la forma en que los gobiernos ajustan su manejo macroeconómico para maximizar el impacto positivo de esos flujos y minimizar los efectos negativos, tales como sobrecalentar la economía y/o sobrevaluar los tipos de cambio. Naturalmente, el margen de maniobra de los gobiernos para definir las políticas macroeconómicas se ha vuelto más limitado por la verdadera magnitud de estos flujos financieros internacionales y, más generalmente, por el proceso de globalización económica. Esto no sólo es verdadero para los países en desarrollo sino que también para los desarrollados. Por ejemplo, los flujos financieros internacionales privados causaron cambios muy importantes en el sistema monetario de la Unión Europea.

En principio los tres tipos de influencia —condicionalidad explícita, condicionalidad implícita y la influencia en el éxito de la política— impactarían las diferentes regiones del mundo en vías de desarrollo de manera similar. En la práctica, sin embargo, se pueden apreciar algunas distinciones importantes. Por ejemplo, las cifras citadas en porcentaje de la financiación externa proporcionadas por las instituciones financieras internacionales varían significativamente según la región. Así, esperaríamos que las IFIs, con su condicionalidad explícita, sean más importantes en África, algo importantes en América Latina y relativamente insignificantes en Asia Oriental. Esto podría cambiar si, por ejemplo, América Latina viera su acceso a los fondos privados significativamente reducido.

Respecto de la condicionalidad implícita asociada con los inversionistas, se necesita observar las fuentes principales de tales inversiones para ver si implican preferencias de políticas diferentes. Aquí tiene sentido concentrarse principalmente en Asia y América Latina, ya que el capital privado

den de los problemas de los 80 y pongan su dinero dondequiera que aparezcan oportunidades de utilidades sin considerar las políticas. Nuestra hipótesis, sin embargo, es que es probable que el recuerdo de los 80 y de la crisis del peso mexicano, persista por lo menos por el resto de la década, de manera que los inversores privados le prestarán muchísima atención a las políticas de los países destinatarios. Esto parece particularmente cierto para los inversores a largo plazo y para los inversores más prudentes, tales como los japoneses.

Es probable que sean de particular preocupación el contexto macroeconómico, (especialmente el equilibrio fiscal); el papel del estado en la economía; el arancel y otras políticas comerciales; las regulaciones de inversión extranjera, que incluyen reglas sobre repatriación de beneficios; las reglas sobre la propiedad intelectual, derechos de propiedad, y otros aspectos de la estructura legal. Además, por supuesto, los inversores también están preocupados por la estabilidad política así como por la estabilidad en el manejo económico. Sin embargo, se debe mencionar que para los flujos de muy corto plazo, estos tipos de condiciones son menos importantes que las diferenciales de ganancias que se pueden obtener.

Si las condiciones económicas (y políticas) cambian, de forma que se perciban como negativas por los inversores, será mucho más fácil que el dinero extranjero sea retirado, como se ha visto en la reciente salida masiva de fondos de México. No obstante, como se discutió anteriormente, algunos tipos de inversión son más difíciles de retirar que otros. Los valores se pueden vender rápidamente, pero los proyectos de inversión directa no se pueden liquidar del mismo modo. Esta es una importante razón de por qué los países prefieren atraer la inversión extranjera directa y no les entusiasman (incluso desincentivan) los flujos de muy corto plazo.

Tanto la condicionalidad explícita e implícita pueden tener un impacto importante en el tipo de estrategias de desarrollo y en las políticas seleccionadas por los gobiernos del Tercer Mundo. No obstante, además los flujos financieros externos también pueden influenciar estas estrategias y políticas ayudando a determinar si son o no exitosas. Obviamente que las nuevas políticas orientadas hacia el mercado no continuarán indefinidamente si no se consideran que están teniendo un impacto positivo sobre las tasas de crecimiento y por lo menos, en el mediano plazo, mejorando la vida de los ciudadanos en los países en desarrollo.

En este sentido, la financiación externa puede promover el éxito al proporcionar recursos adicionales para la inversión, canales para la comercialización en el extranjero, conocimiento tecnológico y así sucesivamente. No

Se ha argumentado anteriormente que, puesto que la IDE es de más largo plazo y utiliza más insumos de importación es menos probable que pueda ser objeto de problemas de volatilidad y originar una sobrevaluación del tipo de cambio. Está también más estrechamente asociada con el aumento de la inversión, posiblemente incluyendo a la inversión en el sector de la exportación. Por el contrario, la inversión de cartera, tiene mayor oportunidad de producir apreciación de la moneda, siendo usada con otros propósitos distintos a la inversión productiva, y entrando y saliendo del país como respuesta a criterios de muy corto plazo. Aunque las transferencias oficiales también producen sobrevaluación de la moneda, generalmente, no están sujetas a los otros problemas mencionados. No obstante, puesto que con frecuencia se proveen esos fondos en el contexto de enormes problemas económicos, sociales y políticos, la sólo falta de impacto negativo en los instrumentos políticos no las lleva a tener en forma automática un impacto claramente positivo en la producción u otros resultados. No obstante, el efecto global de las transferencias oficiales generalmente se considera positivo.

En resumen, se puede esperar que los flujos financieros externos continúen teniendo una importante influencia en el desarrollo económico en el Tercer Mundo. Basado en la composición de los flujos de comienzos de los 90, y la historia durante los últimos 15 años, el análisis del futuro lleva a predecir que el capital extranjero jugará un papel algo más positivo en Asia que América Latina. De las características puramente financieras de los flujos financieros hacia Africa, el impacto allí debería haber sido incluso más positivo, pero es probable que sea más que contrarrestado por los problemas estructurales tan hondamente arraigados que enfrenta esa región.

es excepcional en Africa. Como se demuestra en los cuadros 3 y 4, la mayoría de las inversiones en los países en desarrollo asiáticos provienen de la misma región (Japón y el Este asiático NICs). Por el contrario, en América Latina, la mayoría de las inversiones, especialmente en el reciente auge de los 90, han venido de Estados Unidos con Europa como una fuente secundaria.

Los inversionistas asiáticos, así como sus gobiernos, tienden a favorecer las políticas económicas que son algo diferentes de las defendidas por las IFIs. Por ejemplo, en el último par de años, los japoneses han empezado a cuestionar algunas de las condiciones estructurales típicamente unidas a los préstamos de las IFIs³¹. Asimismo, las políticas asociadas con los japoneses y otras inversiones asiáticas no han sido del tipo de las defendidas por las IFIs. Más bien, han incluido barreras arancelarias bastante altas y han sido promovidas activamente de diferentes maneras por los gobiernos. Si la mayor parte del capital extranjero en la región asiática es proporcionado por esa misma región, se puede producir entonces una situación bifurcada donde las condiciones IFIs son reforzadas en América Latina y Africa, mientras que en Asia se siguen otras políticas. Además, estas diferencias entre América Latina y Asia (especialmente Asia Oriental) no son sólo debido al diferente nivel de la influencia de las IFIs. De creciente importancia es el hecho de que muchas autoridades latinoamericanas se han convencido y se han comprometido con estrategias de desarrollo de mercado "puras", en tanto que las autoridades asiáticas prefieren un papel más activo del Estado, aunque de tipo selectivo. Luego la pregunta empírica de interés es ¿qué conjunto de políticas logran mejor los fines en términos de resultados en el desarrollo?

Una última fuente de diferencias regionales está centrada en los tipos de financiación externa y su impacto en el éxito de cualquier paquete de políticas. El cuadro 4 demuestra que un diferente "perfil" de los flujos financieros caracteriza Africa, Asia y América Latina en los 90. Específicamente, se vio que la inversión directa es la forma dominante de la financiación externa en Asia Oriental, que la inversión de cartera es la forma más importante de los flujos de entrada a América Latina, en tanto que las transferencias oficiales predominan en Africa. En la medida en que estos tipos de flujos tengan impactos diferentes en las políticas, podemos esperar variaciones regionales adicionales.

³¹ El documento anterior más importante es OECF, "Issues related to the World Bank's Approach to Structural Adjustment: Proposal from a major Partner", OECF trabajo ocasional No. 1, octubre, 1991. Véase también, Banco Mundial, "The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy", Washington, DC, Banco Mundial, 1993.

CUADRO 2
ENTRADAS NETAS DE LARGO PLAZO Y TRANSFERENCIAS NETAS DE CAPITAL EXTERNO POR TIPOS DE FLUJOS 1980-92
(Promedios anuales en miles de millones de dólares)

Tipos de Flujos	1980-82			1983-86			1987-90			1991-92		
	Ind	Dev	Total	Ind	Dev	Total	Ind	Dev	Total	Ind	Dev	Total
Transferencias oficiales	23	15	38	26	16	42	51	20	71	9	26	123
			(14.8) ^a			(14.6)			(13.1)			(14.6)
Inversiones directas	37	18	55	43	14	57	138	23	161	109	45	154
			(21.4)			(19.8)			(29.8)			(18.2)
Inversiones de portafolio	48	4	52	112	3	115	188	6	194	374	37	411
			(20.2)			(39.9)			(35.9)			(48.6)
Otro capital de largo plazo	32	56	88	17	12	29	78	-7	71	119	8	127
			(34.2)			(10.1)			(13.1)			(15.0)
Financiamiento excepcional	7	17	24	12	33	45	3	40	43	1	29	30
			(9.3)			(15.6)			(8.0)			(3.6)

CUADRO I
ENTRADAS NETAS DE LARGO PLAZO Y TRANSFERENCIAS NETAS
DE CAPITAL EXTERNO POR DESTINATARIO 1980-92
(Promedios anuales en miles de millones de dólares y composición porcentual)

Destinatarios	1980-82		1983-86		1987-90		1991-92	
Total entradas netas ^a	257	100,0	288	100,0	540	100,0	845	100,0
Países industrializados ^b	147	57,2	210	72,9	458	84,8	700	82,8
Países en desarrollo ^b	110	42,8	78	27,1	82	15,2	145	17,2
Africa ^b	16	14,5	11	14,1	17	20,7	19	11,7
Asia ^b	24	21,8	27	34,6	30	36,6	55	37,9
Hemisferio Occidental ^b	44	40,0	19	24,4	20	24,4	49	33,8
Otros ^{b,c}	26	23,6	21	26,9	15	18,3	22	15,2
144 Total transferencias netas ^d	69	100,0	78	100,0	206	100,0	530	100,0
Países industrializados	33	47,8	84	107,7	217	105,3	488	92,1
Países en desarrollo	36	52,2	-6	-7,7	-11	-5,3	42	7,9
Africa	7	19,4	1	°	3	°	3	7,1
Asia	9	25,0	8	°	6	°	19	45,2
Hemisferio Occidental	12	33,3	-21	°	-19	°	14	33,3
Otros	8	22,2	6	°	-1	°	6	14,3

FUENTE: Calculados a partir del FMI, Balance of Payment Yearbook, Vol. 2, 1987, 1991 y 1993.

^a Entradas netas = flujos a la región (de los tipos mostrados en el cuadro 2) menos repagos.

^b Categorías como las define el FMI.

^c Otros = Oriente Medio y países no industrializados de Europa.

^d Transferencias netas = entradas netas de largo plazo menos rentas de inversiones de largo plazo. (Estimaciones del autor basadas en las cifras del Banco Mundial; véase nota ^b del cuadro 2).

^e Porcentajes no significativos debido a los totales negativos para las naciones en desarrollo.

CUADRO 3
SALIDAS NETAS DE CAPITAL EXTERNO
DE LARGO PLAZO POR ORIGEN 1980-92
(Promedios anuales en miles de millones de dólares y porcentajes)

Origen	1980-82		1983-86		1987-90		1991-92	
P. industrializados	185	72,0	260	83,3	528	86,6	675	81,8
Estados Unidos	39	15,2	37	11,9	51	8,4	95	11,5
Reino Unido	29	11,3	38	12,2	62	102,0	82	9,9
Alemania	25	9,7	32	10,3	75	12,3	103	12,5
Francia	21	8,2	16	5,1	44	7,2	69	8,4
Japón	22	8,6	77	24,7	153	25,1	94	11,4
Otros	49	19,1	60	19,2	143	23,4	232	28,1
P. en desarrollo	39	15,2	5	1,6	20	3,3	45	5,5
Africa	1	0,4	1	0,3	1	0,2	1	0,1
Asia	1	0,4	3	0,9	9	1,5	16	1,9
Hemisferio Occidental	2	0,8	1	0,3	4	0,7	7	0,8
Europa Meridional	1	0,4	1	0,3	1	0,2	—	—
Oriente Medio	34	13,2	-1	-0,3	5	0,8	21	2,5
Organismos internacionales	33	12,8	47	15,1	62	10,2	105	12,7
Total salidas netas^a	257	100,0	312	100,0	610	100,0	825	100,0

147

FUENTE: calculados a partir del FMI, Balance of Payment Yearbook, Vol.2, 1987, 1991 y 1993.

^a En principio, los flujos totales netos de entradas y salidas de los cuadros 1 y 3 deberían ser idénticos (excepto por la inclusión de los organismos internacionales que aparecen en el cuadro 3). Sin embargo, como ha sido ampliamente observado en la práctica hay serios problemas estadísticos en compatibilizar las cuentas internacionales. Véase la nota final nº 1 como fuente para este tema.

CUADRO 2 (Continuación)
ENTRADAS NETAS DE LARGO PLAZO Y TRANSFERENCIAS NETAS DE CAPITAL EXTERNO POR TIPOS DE FLUJOS 1980-92
(Promedios anuales en miles de millones de dólares)

Tipos de Flujos	1980-82			1983-86			1987-90			1991-92		
	Ind	Dev	Total	Ind	Dev	Total	Ind	Dev	Total	Ind	Dev	Total
Total entradas netas	147	110	257	210	78	288	458	82	540	700	145	845
			(100.0)			(100.0)			(100.0)			(100.0)
Renta de inversiones ^b	114	74	188	126	84	210	241	93	334	212	103	315
Total transferencias netas	33	36	69	84	-6	78	217	-11	206	488	42	530

FUENTE: calculados a partir del FMI, Balance of Payment Yearbook, Vol.2, 1987, 1991 y 1993.

^a Los datos entre paréntesis representan el porcentaje respecto al total de las entradas netas.

^b Las rentas de inversiones por préstamos de largo plazo están aproximados utilizando los porcentajes relevantes para los pagos de intereses de corto y largo plazo suministrados en World Debt Tables.

CUADRO 5
INVERSIONES DE PORTAFOLIO EN LOS PAISES
EN DESARROLLO POR TIPOS DE INSTRUMENTOS 1989-93
(Millones de dólares)

Instrumentos	1989	1990	1991	1992 ^a	1993 ^a
Inversiones de títulos extranjeros	3.485,7	3.773,6	7.552,2	13.073,1	13.190,6
“Fondos cerrados”	2.199,4	2.867,4	1.196,0	1.344,1	2.737,3
ADRs/GDRs	0,0	138,0	4.902,2	5.933,0	7.252,0
“Inversión directa en acciones”	1.286,3	768,2	1.454,0	5.796,0	3.201,3
Instrumentos de deuda	4.030,4	5.555,0	12.723,2	23.736,7	42.600,0
Bonos	3.543,1	4.683,0	10.193,5	21.244,7	39.190,0
Papel comercial	327,3	225,0	1.380,0	851,0	1.610,0
Certificados de depósitos	160,0	647,0	1.149,7	1.641,0	1.800,0
Total	7.516,1	9.328,5	20.275,5	36.809,8	55.790,6

FUENTE: World Bank, World Debt Tables, 1993-94, Vol. 1, p. 21.

^a Estimado

CUADRO 4
ENTRADAS NETAS DE CAPITAL DE LARGO PLAZO EN LOS PAISES
EN VÍAS DE DESARROLLO POR REGIONES 1980-92
(Promedios anuales en millones de dólares)

Tipos de flujos		1980-82	1983-86	1987-90	1991-92
HEMISFERIO OCCIDENTAL					
	Transferencias oficiales	1.231	1.571	2.219	2.831
	Inversiones directas	6.791	3.470	6.081	13.545
	Inversiones de portafolio	2.364	-616	3.980	26.988
	Otro capital de largo plazo	26.660	-8.971	-18.271	-2.803
	Financiamiento excepcional	6.891	23.426	25.597	8.214
	Flujos netos de largo plazo	43.865	18.880	19.606	48.775
ASIA					
148	Transferencias oficiales	3.121	3.382	3.908	4.022
	Inversiones directas	3.859	5.043	13.896	24.005
	Inversiones de portafolio	1.431	2.771	343	6.219
	Otro capital de largo plazo	15.299	15.253	11.610	18.863
	Financiamiento excepcional	681	866	693	1.453
	Flujos netos de largo plazo	24.391	27.315	30.450	54.562
AFRICA					
	Transferencias oficiales	4.077	4.261	6.898	9.806
	Inversiones directas	1.316	900	1.616	2.523
	Inversiones de portafolio	-305	47	-422	1.091
	Otro capital de largo plazo	7.846	1.696	-480	-4.600
	Financiamiento excepcional	3.410	4.392	9.176	9.910
	Flujos netos de largo plazo	16.344	11.296	16.788	18.730

FUENTE: Calculado a partir del FMI, Balance of Payment Yearbook, Vol 2, 1987, 1991 y 1993.

Reflexiones Sobre la Crisis Mexicana y el Riesgo Global

En este segundo bloque de trabajos más breves, **Jaime Ros, Alan Creenspan, Guillermo Calvo, Michel Camdessus, Guillermo Ortiz y Rudiger Dornbusch**, analizan las causas de la crisis sufrida por la economía mexicana a finales de 1994 así como las resoluciones adoptadas para la superación de la misma.

La Crisis Mexicana y la Reforma de la Política Macroeconómica(*)

Los antecedentes de la crisis actual son bien conocidos. Los menciono brevemente como introducción al tema. La crisis estuvo precedida por déficit sin precedentes en la cuenta corriente de la balanza de pagos, del orden del 8% del producto interno bruto. Este déficit no es muy distinto a la suma de los que precedieron a las crisis de balanza de pagos de 1976 y 1982. Además, estos déficit de cerca del 8% del PIB se registraron por tres años consecutivos y esto ocurrió en el contexto de una economía semi-estancada, provocando así un rápido crecimiento de la relación entre pasivos externos y producto del país. Por si esto no fuera suficiente para demostrar la presencia de una fuerte sobrevaluación del peso, distintas mediciones de la relación entre precios internos y externos sugerían que el peso estaba sobrevaluado entre 25 y 40%, dependiendo de los indicadores de precios y de los períodos de referencia utilizados. Encima de todo esto, en un período de meses durante 1994 las reservas internacionales del país se vieron sometidas a media docena de ataques especulativos.

153

Voy a tratar tres temas en esta presentación: 1) las causas de la crisis, con algunos comentarios sobre distintas interpretaciones que se han ofrecido; 2) las perspectivas de la economía después de la devaluación; 3) las lecciones de la crisis para el diseño futuro de la política macroeconómica.

Causas de la Crisis

En el fondo de la crisis mexicana hay una falla de mercado y una falla de gobierno. Y cuando ambos mercado y gobierno fallan uno puede esperar lo peor. Tal y como ocurrió.

La falla de mercado está en los mercados financieros. Tiene que ver con una especulación financiera, principalmente de parte de los inversionistas

(*) Conferencia pronunciada en la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México.

de la inversión en contra de los sectores que producen bienes comerciables internacionalmente. El empleo en la industria manufacturera, por ejemplo, cayó en más de 10% de mediados de 1990 a mediados de 1994. La política fiscal porqué afectó la composición de la demanda entre inversión y consumo en favor del segundo, exacerbando así el auge del gasto de consumo provocado por el auge y liberalización financiera de 1991 en adelante. No es sorprendente que en estas condiciones la economía haya registrado los déficits en cuenta corriente más altos de su historia en medio de un desempeño patético en términos de crecimiento económico. A estas políticas cabe agregar el mal manejo de corto plazo de la política financiera en 1994; la dolarización de la deuda interna, a través de la sustitución de CETES por TESOBONOS, y el permitir que el sistema bancario, aprovechando el alto diferencial entre tasas internas y externas de interés, se convirtiera crecientemente en un deudor neto en moneda extranjera.

Porqué ocurrió esta falla de gobierno? En mi opinión, la explicación radica en el poder de las ideas y el papel de los intereses. Cuatro ideas parecen haber tenido una influencia decisiva: 1) la noción de que el déficit en cuenta corriente no importa ya que se trata simplemente de la contraparte de un superávit en la cuenta de capital; 2) la idea de que no existe tal cosa llamada una moneda sobrevaluada, ya que los mercados financieros no la perciben como tal; 3) la noción de que, en cualquier caso, el tipo de cambio real no se ve afectado por las políticas monetaria y cambiaria pues está plenamente determinado por "factores reales"; 4) la noción de que "la macroeconomía está arreglada", es decir el equilibrio macroeconómico se ha alcanzado, en la medida en que la finanzas públicas están en equilibrio y la tasa de inflación ha convergido o está convergiendo hacia la inflación internacional. No voy a repetir la argumentación de porqué cada una de estas afirmaciones involucra una falacia. Los hechos, que siempre son más convincentes que los argumentos, se han encargado de ello.

Los intereses también parecen haber jugado un rol importante. En 1992 y 1993, durante las negociaciones del TLC y especialmente durante su etapa final, el temor a asustar a los negociadores y la opinión pública norteamericanos con un ajuste de la política cambiaria que habría hecho a la economía mexicana más competitiva, y especialmente el temor a exacerbar la oposición al TLC por parte de los sindicatos norteamericanos, debe haber contribuido a inhibir cualquier tentación por corregir el curso de la política económica. Más adelante, en 1994, con las campañas electorales en marcha y las elecciones presidenciales en puerta, se crearon incentivos poderosos para posponer la devaluación haciendo al desequilibrio macroeconómico cada

extranjeros, que fué excesivamente optimista y estuvo muy mal informada acerca de las perspectivas de la economía mexicana. a través de inversiones en activos muy líquidos, proporcionó un fuerte apoyo, por demasiado tiempo, a una moneda que estaba claramente sobrevaluada ya desde mediados de 1992. Porqué sucedió esto? Como fué posible obtener financiamiento para financiar deficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos del orden del 8% del producto durante tres años consecutivos en una economía semi-estancada? La única explicación que me parece convincente radica en la presencia de enormes fallas de información en los mercados financieros junto con los horizontes de muy corto plazo en base a los cuales se toman las decisiones de inversión en estos mercados. Francamente, me pongo a temblar cuando pienso que dos de los precios clave en cualquier economía, la tasa de interés y el tipo de cambio, están tan decisivamente influídos por las decisiones financieras de algunas de las gentes más crédulas y peor informadas que hay en este mundo. Pues estos precios clave tienen a su vez una influencia decisiva sobre la tasa de crecimiento de la economía a través de sus efectos en la asignación de los recursos entre consumo e inversión y entre sectores comerciables y no comerciables. Dicho esto, vale la pena aclarar que los mercados no estuvieron masivamente equivocados. La distribución de las expectativas de devaluación desde mediados de 1992 parece haber sido bimodal con un grupo de inversionistas (principalmente locales) que temían una fuerte devaluación y otro grupo (principalmente extranjeros) que estuvieron confiados en la estabilidad del peso. La expectativa promedio del mercado (el promedio de optimistas y pesimistas) era desde mediados de 1992 de una devaluación más bien pequeña. De hecho es esta distribución bimodal la que explica la reacción de pánico, después de la devaluación, del gran número de inversionistas que habían sido previamente optimistas.

La falla de gobierno tuvo que ver con dos políticas: 1) una política de apreciación real del peso en el marco de un programa de liberalización comercial que reclamaba para su sustentabilidad en el tiempo precisamente lo contrario, una política de depreciación real; 2) una política de reducciones sucesivas de las tasas impositivas al consumo de 1991 en adelante, en medio de una dramática caída de la tasa de ahorro interno, en parte asociada al auge financiero y el aumento de los precios de los activos que este produjo. Cada una de estas políticas, la cambiaria y la fiscal, modificaron la estructura de precios relativos en favor de la importación y el consumo y en contra de la producción y de la inversión, provocando así una asignación de recursos en la dirección opuesta a la requerida para un proceso de crecimiento sostenido. La política cambiaria porque sesgó la composición del empleo y

mos viviendo; 2) La segunda posibilidad es que el aumento de tasas de interés habría calmado el ataque especulativo e impedido así una reducción de las reservas de la magnitud de la que ocurrió. Pero en el marco de la revisión al alza de las expectativas de devaluación que estaba ocurriendo desde mediados de 1992 ello habría provocado una recesión no muy distinta de la que tenemos ahora. Con una diferencia: el peso habría seguido sobrevaluado. La única manera de evitar alguno de estos escenarios era corregir a tiempo los errores de política cambiaria, resolver la inconsistencia entre la política monetaria y la política cambiaria modificando la segunda. Esto fue lo que no se hizo y este es el origen del problema.

Una segunda interpretación es la propuesta por el Banco de México, en un amplio documento sobre política monetaria, y por su gobernador, Miguel Mancera, en un artículo en el Wall Street Journal. Esta explicación atribuye la crisis a los hechos políticos y delictivos sin precedente que vivió México en 1994. Esta interpretación me parece incoherente, viniendo del gobernador del Banco Central, y, en cualquier caso, poco convincente. Es incoherente pues si los eventos políticos de 1994 son capaces, por sí mismos, de modificar el tipo de cambio de equilibrio del peso entonces no hay justificación alguna a la política de esterilización de la caída de reservas que siguió el Banco Central durante 1994. La política apropiada en ese caso era dejar que el tipo de cambio se ajustara a su nuevo nivel de equilibrio. Al mismo tiempo, esta interpretación es poco convincente. Me resulta difícil de creer, y al Wall Street le pasó lo mismo, que el asesinato de Ruiz Massieu o el bloqueo de una carretera por un grupo de campesinos en Chiapas puede modificar el tipo de cambio de equilibrio del peso en un 40% por más nerviosismo que estos hechos provoquen en los mercados financieros. Me parece, sin embargo, que estos hechos jugaron un papel importante en explicar los momentos en el tiempo en que ocurrieron los ataques especulativos, no como causas explicativas sino como puntos focales. Es como en una fiesta que se está quedando sin ambiente, cualquier hecho menor —un apagón de un minuto o un vaso roto— le da la señal a todo el mundo que llegó el momento de irse. Dicho de otro modo, en una situación económica distinta esos hechos políticos y delictivos no habrían desencadenado una modificación en el tipo del cambio del peso.

157

Perspectivas Económicas después de la Devaluación

Las perspectivas de la economía en el futuro inmediato son sombrías. El pánico de los mercados financieros ha llevado a una sobrecontracción de los

vez mayor. Pero el papel de los intereses no debe exagerarse. Sin hacer referencia al poder de las ideas no se entiende, por ejemplo, porqué después de las elecciones y en ocasión de la renovación del pacto se decidió no hacer cambio alguno a la política cambiaria y de hecho se previó aumentar para 1995 el déficit en cuenta corriente (de 28.000 a 31.000 millones de dólares) como programado en los "Criterios Generales de Política Económica" enviados por el Ejecutivo al Congreso en diciembre de 1994.

Por lo que omite, esta interpretación de la crisis descarta otras explicaciones que están de moda actualmente. Vale la pena hacer algunas observaciones al respecto. No voy a comentar, sin embargo, sobre las que me parecen producto de la enfermedad mental como la que atribuye la crisis a la falta de apertura y liberalización económicas o la que le echa la culpa a R. Dornbusch por haber estado sugiriendo que el peso estaba sobrevaluado. Si leen el Wall Street Journal sabrán a que me refiero.

156

Una primera explicación alternativa es la que atribuye la crisis al hecho de que la política monetaria en 1994 fué inconsistente con el régimen de tipo cambio que prevaleció hasta el 20 de diciembre pasado. Vale la pena afirmar de entrada que la política monetaria seguida en 1994 fué, en efecto, inconsistente. Tendió a esterilizar los efectos de la caída de reservas resultante de los ataques especulativos que ocurrieron durante el año, es decir el Banco Central tendió a expandir el crédito interno al sistema bancario para evitar una reducción de la base monetaria y de la oferta monetaria que, de otra manera, habría ocurrido como resultado de la caída de reservas internacionales. Esto no es lo que se supone que el Banco Central debe hacer bajo un régimen de tipo de cambio administrado. Sin embargo, argumento que esta inconsistencia fue una consecuencia de que las bases fundamentales en que se apoyan la economía (la cuenta corriente, el tipo de cambio real, la tasa de crecimiento) estaban en muy mal estado. La inconsistencia fue consecuencia de la falta de sustentabilidad de la situación en su conjunto. Los que le echan la culpa a la política monetaria y no a la política cambiaria están pidiendole al Banco Central que renuncie a su función de prestamista de última instancia. Esto habría tenido una de dos consecuencias: 1) una crisis bancaria; tómesese en cuenta que solo en Marzo, después del asesinato de Colosio, las reservas se redujeron en una tercera parte de tal manera que con reservas internacionales superiores al 100% de la base monetaria, la no esterilización de la caída en reservas habría significado una contracción del orden de 30% de la base monetaria y de la oferta monetaria —es decir, del sistema bancario, pues la oferta monetaria no es otra cosa que las obligaciones del sistema bancario. Ello habría desencadenado una crisis mucho peor que la que esta-

futuro estará más orientada a la requerida para un proceso de crecimiento sostenido.

2) Una segunda razón que hay que tomar en cuenta es que a pesar del gran número de empresas con deudas en dólares y a pesar del fuerte endeudamiento de los últimos tres años, el sector privado mexicano en su conjunto sigue siendo un acreedor neto en moneda extranjera, es decir, aunque solo marginalmente, tiene más activos que pasivos denominados en moneda extranjera. Esto significa que en su conjunto el sector privado mexicano no sufrió pérdidas de capital como resultado de la devaluación. Los grandes perdedores con la devaluación son los inversionistas financieros del exterior que, en búsqueda de ganancias fáciles, se habían quedado, en vísperas de la devaluación, en manos del 80% de la deuda pública interna, después de un proceso del 91 en adelante en que los inversionistas locales se salieron progresivamente del mercado de bonos y le vendieron su acervo de bonos gubernamentales a los inversionistas extranjeros. Las transferencias de riqueza son pues distintas a las de 1982. También lo son los efectos ingreso de la devaluación: hoy en día las exportaciones del sector privado son cuantiosas y los exportadores se están haciendo ricos; en 1982 había muy pocos exportadores del sector privado de que hablar.

Finalmente, y esto es quizá lo más importante, la devaluación ha eliminado la inconsistencia entre política cambiaria y la política de apertura comercial que dió origen a la crisis. Si el tipo de cambio se estabilizara en 5 pesos por dólar (supuesto conservador a estas alturas), la devaluación habrá sido equivalente a una tarifa a las importaciones de 50% combinada con un subsidio a las exportaciones de 50%. En una economía tan abierta como lo es la mexicana hoy en día y con un margen tan grande para la sustitución de importaciones, esta combinación de tarifas y subsidios no puede dejar de dar un fuerte impulso a la producción y el empleo en el mediano plazo. Las cifras de enero sobre balanza comercial confirman la elasticidad del aparato productivo y la capacidad de la economía para responder al cambio en precios relativos provocado por la devaluación: en solo un mes el déficit comercial se redujo en dos terceras partes y las exportaciones crecieron en 35% comparado con el mismo mes del año anterior. De hecho, hoy en día el problema de ajustar el déficit en cuenta corriente a 14.000 millones de dólares como se planteó en el acuerdo original con el FMI es un problema que está resuelto. El verdadero problema es que no ocurra un sobreajuste acompañado de una contracción de la actividad económica, es decir que el caos financiero obligue a una política monetaria y fiscal tan restrictivas que la economía termine el año con un superávit en cuenta corriente y una profunda

flujos de capital hacia el país, las altas de interés ponen en riesgo a los bancos y empresas, y la devaluación, en parte por su magnitud, está teniendo efectos contractivos de corto plazo sobre la actividad económica. Esto es así en la medida en que provoca una reducción de los ingresos reales y del consumo, por un lado, y en que obliga a las empresas endeudadas en dólares a contraer su gasto de inversión.

A mediano plazo, las perspectivas apuntan en sentido muy distinto siempre y cuando se logre evitar una corrida del crédito al estilo de la que sucedió en 1982. Aunque la vulnerabilidad financiera, y por lo tanto los riesgos, son hoy mayores que en 1982 hay tres razones para ser moderadamente optimista:

1) El período de entradas masivas de capital ha llegado a su fin ya que la confianza de los inversionistas financieros va a quedar sacudida durante algún tiempo. Sin embargo, los efectos negativos que ello va a tener sobre el monto de los flujos de capital pueden verse compensados, al menos en parte, por un cambio muy benéfico en la composición de las inversiones del exterior. El problema con las entradas recientes de capital no era solamente su composición entre flujos de corto y largo plazo: el hecho de que con las altas tasas de interés y la sobrevaluación cambiaria la composición de las entradas de capital estuvo sesgada en favor de inversiones en activos muy líquidos y de corto plazo. También estaba el hecho de que la composición de los flujos de largo plazo, de la inversión extranjera directa, estaba crecientemente sesgada, debido a la sobrevaluación cambiaria, hacia inversiones en el sector productor de bienes no comerciables. Entre 1989 y 1993, la participación de la industria manufacturera en la inversión extranjera directa acumulada cayó de 69% a 50%, mientras que la de los servicios aumentó de 29% a 48% del total¹. Caricaturizando, nos estaba llegando Wal Mart y Taco Bell en lugar de Toyota e IBM que producen en sectores de exportación y sustitutivos de importaciones. Y la diferencia entre estos dos tipos de inversión es enorme. La diferencia se debe no sólo al tipo de empleos que se generan y al tipo de tecnología que se transfiere sino a una razón muy sencilla: en una economía abierta el sector de no comerciables no puede ser un motor de crecimiento (pues tendería a generar un desequilibrio insostenible en la balanza de pagos) mientras que los sectores de bienes comerciables sí lo pueden ser. Cabe esperar que con el fin de la sobrevaluación cambiaria, la composición de las inversiones en el

¹ Véase, A. Calderón, M. Mortimore y W. Peres, en John Dunning and Rajneesh Narula (eds), "Foreign Direct Investment, Economic Structure and Governments", London, Routledge, próxima publicación, 1995.

mos años. Significa determinar las metas fiscales en función de la cuenta corriente de la balanza de pagos, o más precisamente de la cuenta corriente correspondiente a un alto nivel de utilización de los recursos de la economía (ya que la política cambiaria estaría orientada a garantizar este alto nivel de utilización). Ello puede implicar generar superávits fiscales en años en que el sector privado tenga fuertes déficits financieros, de manera de mantener el crecimiento de los pasivos externos del país dentro de límites sostenibles. Y significa generar déficits fiscales en años en que el sector privado tenga superávits financieros.

Además, la política fiscal puede cumplir una función importante en generar la composición del gasto interno entre consumo e inversión más idónea para un proceso de rápido crecimiento económico. En esto el manejo de la política fiscal se diferenciaría radicalmente del seguido en los últimos años. Los instrumentos para ello son la composición de los gastos y de los ingresos públicos².

Estas reformas harían mucho por superar las fallas de gobierno que llevaron a la situación actual. Que se puede hacer para resolver las fallas del mercado? la de los mercados financieros? Aunque la confianza financiera de los inversionistas financieros quedará sacudida durante algún tiempo, no es improbable que vuelvan a presentarse episodios de euforia financiera como en el pasado reciente. Ante ello es necesaria una política hacia la cuenta de capital de la balanza de pagos. Con impuestos, restricciones o simplemente condiciones de estadía (de un año, por ejemplo) se puede aprovechar la transferencia de recursos del exterior que los flujos de capital generan evitando, al mismo tiempo, que se desarrolle una situación de alta vulnerabilidad financiera. El gobierno de la concertación en Chile adoptó con mucho éxito estas políticas de 1991 en adelante y hoy su economía es mucho menos vulnerable que la nuestra.

La inestabilidad de los mercados financieros tiene también una dimensión internacional. Este es un problema que la comunidad internacional va a tener que abordar. Si no lo hace, y reconozco que el problema es de muy difícil solución, por no decir imposible, entonces como el genio de la lámpara de Aladino estos mercados financieros se van a regresar solos a su lámpa-

² Esta utilización de las políticas cambiaria y fiscal es la que el fallecido economista Nicolás Kaldor recomendaba para aquellos países que quisieran seguir una estrategia de crecimiento. Impulsada por las exportaciones (véase, N. Kaldor, "Conflicts in national economic objectives", *The Economic Journal*, March 1971). Corresponde, me parece, a las políticas macroeconómicas que con tanto éxito siguieron los países del Este de Asia: políticas orientadas a garantizar un tipo de cambio real alto y estable y una alta tasa de ahorro y de inversión. Además estos países complementaron su política económica con políticas industriales que llevaron sus tasas de desarrollo económico a niveles sin precedentes en la historia.

recesión. El nuevo plan económico, anunciado el jueves pasado, sugiere que no se logrará evitar este riesgo.

Lecciones

Estas son pues algunas razones para ser optimista en cuanto a las perspectivas de mediano plazo. Lo más importante viendo hacia adelante es que las lecciones de la crisis se incorporen al diseño futuro de la política económica.

Me parece que sería incorrecto concluir que la crisis demuestra el fracaso del modelo de desarrollo que se está siguiendo en México y otras partes de América Latina, al igual que fue una falta de lógica concluir que la crisis de la deuda de 1982 fue consecuencia del modelo de sustitución de importaciones que se implantó antes. Las dos crisis tienen que ver con los mercados financieros y las políticas macroeconómicas más que con los modelos de desarrollo, definidos a partir de la orientación de la política comercial y el grado de intervención estatal en la economía.

160

Pero el hecho de seguir con una estrategia de economía abierta y de mercado tiene una implicación importante para la política económica. En ausencia de política comercial, el tipo de cambio adquiere una importancia extrema en la asignación de recursos y la determinación de la tasa de crecimiento de la economía. Simplemente porque no hay otros instrumentos para afectar la asignación de recursos entre los sectores de bienes comerciables y no comerciables, especialmente cuando no se adoptan políticas industriales para ello. En esta situación, y si queremos seguir con una economía abierta y de mercado, es esencial poner el tipo de cambio al servicio de los sectores productivos, al servicio de la producción, el empleo y el crecimiento económico. En términos más técnicos, en el diseño de la política económica el tipo de cambio debe ser asignado a objetivos de producción y empleo. Esta, me parece, es una primera lección para la política económica. Las anclas nominales del sistema de precios deben ser la política monetaria y la política de ingresos, no el tipo de cambio.

Si la política cambiaria se asigna a la producción y el empleo, se requieren otros instrumentos para los objetivos de balanza de pagos, en particular para mantener la cuenta corriente de la balanza de pagos en niveles sostenibles y consistentes con la tasa de crecimiento de la economía. Este es, en mi opinión, el papel que debe asignarse a la política fiscal. Ello no significa mantener un presupuesto equilibrado, como ha sido la tendencia en los últi-

Testimonio ante el Comité de Relaciones Exteriores del Senado de los Estados Unidos

Me complace estar hoy ante este Comité para examinar la situación económica y financiera de México y los importantes esfuerzos que ya están operando, para evitar una mayor ruptura financiera internacional y restaurar la confianza de los mercados en México.

Las actuales dificultades financieras de México se comprenden mejor en el contexto de las tendencias mucho más amplias de las finanzas internacionales, durante los últimos diez a quince años —la globalización de las finanzas— en las que México ha participado recientemente y de las que se ha beneficiado. Como resultado de un muy rápido avance en las telecomunicaciones y de las tecnologías basadas en la computación, ha surgido una dramática expansión de los flujos financieros dentro y fuera de los países. El ritmo se ha vuelto verdaderamente extraordinario. Estas positivas presiones basadas en la tecnología, han afectado el comportamiento de los mercados hasta un punto tal que los gobiernos, incluso los renuentes, se han sentido progresivamente forzados a desregular y liberar el crédito interno y los mercados financieros.

163

Al mismo tiempo que pueden haber pocas dudas de que estos extraordinarios cambios en las finanzas globales han sido en conjunto, beneficiosos al permitir significativas mejorías en las estructuras económicas y en los patrones de vida en todo el mundo, también tienen algunas consecuencias potencialmente negativas. De hecho, en tanto la rapidez de transmisión de sucesos económicos positivos ha sido una ventaja importante para el mundo en los años recientes, se está haciendo cada día más obvio, y México es el primer caso relevante, que las equivocaciones significativas en la política macroeconómica también repercuten en el mundo, a una velocidad prodigiosa. En cualquier caso, el progreso —y de hecho, el emergente desarrollo que afecta el sistema financiero global— no es reversible. Debemos aprender a vivir con él.

(*) Presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

ra. Como en los años treinta, después de haber alcanzado un muy alto grado de internacionalización en los años veinte, las finanzas volverán a ser principalmente nacionales.

Se trata de volver a vincular la macroeconomía con la microeconomía y el corto con el largo plazo, con una visión estratégica. Se trata, en suma, de recuperar la idea de un Estado desarrollista, obsesionado con el crecimiento económico y comprometido con una redistribución de los ingresos que solo se podrá alcanzar a través de un acelerado crecimiento del empleo.

tro y fuera de un país. Como mínimo, se requiere una estrecha vinculación con la política monetaria de la nación receptora de los flujos. El fracaso del mecanismo del tipo de cambio del Sistema Monetario Europeo en 1992, fue un caso particularmente impresionante de intentar fijar el tipo de cambio en conjunto, cuando las fuerzas económicas comparables no estaban ni siquiera cerca de ser idénticas entre los países.

Además, una parte considerable de la oleada de capital hacia México en la década de 1990, fue en inversiones de cartera, que podían entrar muy rápidamente pero también salir, tan rápidamente como se ha demostrado en los meses recientes.

La percepción de los inversionistas del impulso, tras la transformación de México, empezó a disminuir a comienzos de 1994, al menos en una parte considerable como consecuencia de sucesos no económicos, el levantamiento de Chiapas, el asesinato político y la elección de agosto. Los inversores extranjeros dudaron en algunos momentos. Tal vacilación generó problemas, porque México necesitaba continuar financiando el gran exceso de sus importaciones que surgieron inicialmente como consecuencia de la espontánea afluencia inicial de capital. Además, México no sólo necesitaba atraer nuevas inversiones de cartera e inversiones directas, sino que también tenía que retener las inversiones de cartera que ya tenía. La inversión directa, por su misma naturaleza por supuesto, es muy inmóvil, pero las inversiones de cartera lo son menos. En este contexto, simplemente al permitir que, el balance comercial se ajuste precipitadamente al cambio de dirección de los flujos de entrada de capital, se podrían desestabilizar las relaciones comerciales y económicas mexicanas.

Según avanzaba 1994, los flujos de entrada de capital de inversiones extranjeras disminuían. Las autoridades mexicanas, en su esfuerzo por apoyar el tipo de cambio y financiar el inmenso déficit de la cuenta corriente, disminuyeron las reservas de divisas. Al mismo tiempo, México se endeudó a corto plazo en dólares y en Tesobonos, que son obligaciones de deudas valoradas en pesos que estaban ligadas al tipo de cambio del peso-dólar. Evidentemente, las autoridades mexicanas creyeron o esperaron fervorosamente que, la reducción del interés de los inversionistas extranjeros fuera temporal y que después de la incertidumbre de las elecciones de agosto desapareciera, reapareciendo así la confianza y los flujos de entrada de capital. Si eso fue así, estaban trágicamente equivocadas.

Entretanto, durante el otoño, quedó cada vez más claro para muchos observadores que el nivel prevaleciente del tipo de cambio mexicano no se

México, que había tenido dificultades durante varios años luego de la crisis de la deuda de 1982, recientemente había estado logrando una importante metamorfosis económica hacia un significativo progreso en su estructura económica y financiera. Como consecuencia, México ha podido ser capaz de ampliar su participación en el entorno económico y financiero global.

Durante la década pasada, México experimentó considerables avances. Supo convertir lo que era una estructura económica propensa a la inflación, altamente inestable, con una excesiva participación gubernamental para alcanzar las características de una economía vibrante orientada hacia los mercados abiertos. Como resultado, en 1990 México estaba capacitado para entrar nuevamente en gran escala en los mercados de crédito internacionales. Los inversores extranjeros empezaron a invertir voluntariamente en México cantidades substanciales, por primera vez desde 1982. Bruscamente después de esto, como es característico del nuevo sistema global financiero, la inversión de capital extranjero en México se empezó a acelerar. De hecho, en 1992 y 1993, el flujo de entrada de capital fue tan considerable, que el Banco de México tuvo que *comprar* dólares en una cantidad considerable, para prevenir que el peso llegara a estar demasiado fuerte. En consecuencia, las reservas internacionales de México aumentaron de menos de 10.000 millones en 1990 a por encima de los 25.000 millones a comienzos de 1994. No obstante, el déficit comercial de México subió desmesuradamente y el déficit de su cuenta corriente alcanzó aproximadamente el 6% del PIB en 1993.

164

Como parte de los esfuerzos para acelerar sus movimientos en dirección al status de país industrializado, el gobierno de México se esforzó por vincular el peso al dólar. Adoptó un complejo régimen de tipo de cambio, por el que el peso mexicano se vinculó al dólar por la vía de una banda móvil de fluctuación. Como muchas naciones que han tratado de “importar” políticas anti inflacionarias de otro país fijando, en un mayor o menor grado, el tipo de cambio a la moneda del país con que mantienen relaciones comerciales más importantes, México esperó obtener beneficios rápidos mediante significativas reducciones en la inflación. Y de hecho, México fue notablemente exitoso durante varios años. La tasa de inflación cayó bruscamente de casi un 160% en 1987 a un 7% en 1994, pero al mismo tiempo, México estaba perdiendo competitividad internacional y su déficit se ampliaba.

Sin embargo, la política del tipo de cambio adoptada por México era arriesgada, con poca tolerancia de errores de política o de capacidad para absorber shocks. Este hecho, es especialmente relevante en el contexto de un mundo donde las inversiones de cartera pueden trasladarse rápidamente den-

ma creíble. Finalmente, la estrategia de alto riesgo del tipo de cambio fracasó.

Como consecuencia de las dificultades financieras mexicanas y del movimiento potencial de vastos recursos financieros en el mundo, el problema que ahora enfrentamos es que ha habido retiros de capital de varias naciones en todo el mundo, tanto industrializadas como en desarrollo. Se argumenta que si un país tan avanzado como México tiene dificultades económicas, se sospecha que quizá la perspectiva de dificultades de otras naciones que dependen de los flujos de entrada de capital extranjero se generalice. Los mercados financieros en Brasil y Argentina ya han sentido las repercusiones de los problemas de México. Existe también alguna evidencia de que han surgido presiones similares en otros países en desarrollo, en aquellos que ni siquiera están remotamente relacionados con México, como por ejemplo, en Asia y en Europa Central, así como también en algunos países industrializados.

Los especialistas financieros tanto aquí como en el extranjero, inicialmente pensaron que era posible que las dificultades en México alcanzarían un climax y que se resolverían por sí solas, que se efectuarían rápidos ajustes del mercado, eliminando así la amenaza de contagio extendido que afectaba el sistema financiero internacional. Los mercados financieros mexicanos y el peso continuaron deteriorándose sin mostrar evidencias de estabilización y nosotros, en la Tesorería y la Reserva Federal concluimos que la solución de la situación no era inminente, sin la dramática acción de enfrentar el problema de la confianza en México.

167

La situación había cambiado más allá de aquella capaz de ser solucionada por las facilidades de préstamos de corto plazo proporcionada por el Fondo de Estabilización de Cambios de la Tesorería de EE.UU., los acuerdos swap del Sistema de la Reserva Federal y la actuación de otros bancos centrales a través del Banco de Pagos Internacionales. La decisión de llevar a cabo el tipo de préstamos garantizados al mercado por parte de México, que ahora parecía ser necesario, tiene amplias implicaciones que sólo podían dirigirse apropiadamente por los líderes políticos de este país.

El objetivo del programa de garantías propuesto, es detener la erosión de las capacidades de financiación de México antes de que tenga impactos dramáticos aún mayores de los que ya son evidentes en el mundo. A mi juicio, este programa es el menos malo de las varias iniciativas que se presentan como posibles soluciones para un inquietante problema financiero internacional. Nuestras preocupaciones no se relacionan con pérdidas potenciales de los contribuyentes norteamericanos, que creemos se minimizarán, sino

podría sostener sin un aún más significativo ajuste de la política monetaria. Pero por ese entonces, no estaba claro que el grado de ajuste requerido para apoyar el peso fuese compatible con el crecimiento económico. Aparentemente, las autoridades mexicanas eran reacias a exponerse a una recesión y esperaban en cambio, un retorno espontáneo de la confianza extranjera y del capital. Pero al mirar retrospectivamente, estaba claro que incluso, si los flujos de entrada de capital privado se hubiesen acelerado nuevamente, era poco realista esperar lograr el ritmo de 1993, que era indiscutiblemente insostenible. La alternativa escogida a la dramáticamente ajustada política monetaria, solicitando préstamos por la vía de Tesobonos y haciendo uso de las reservas para intervenir en el mercado de divisas, tenía un límite. De hecho, ese límite se alcanzó el 20 de diciembre y la defensa del peso terminó en un abrupto fin.

Si el ajuste del peso se hubiese efectuado mucho antes, en el contexto de un régimen monetario más ajustado, es probable que se habría producido un descenso más limitado en lugar del abrupto colapso que experimentó México.

Sospecho que si este episodio hubiese sucedido, digamos un par de décadas atrás, cuando el sistema financiero global era muchísimo menos sofisticado, la caída inmediata del valor del peso habría sido muchísimo más pequeña que aquella de más de un 30% experimentada desde el 20 de diciembre. La habilidad de los inversores de cartera extranjeros y, sin duda, la de los inversores internos de cartera para fugarse en dólares, fue mucho menor hace veinte años atrás. A la inversa, probablemente no habría sido posible para México haber atraído tanto capital de cartera extranjero en el primer lugar.

Mirando hacia atrás, la banda móvil del tipo de cambio para el peso, al parecer no logró compensar totalmente la ampliación del diferencial entre los precios de los bienes transables denominados en dólares en comparación con los precios denominados en pesos. Por ello el tipo de cambio del peso a 3,5 respecto al dólar, no era sostenible en forma indefinida, sin un irreal aumento de los ahorros internos en México o una continuación de los grandes flujos de entrada de capital extranjero de 1992 y 1993, los cuales fueron invertidos en la formación de capital para reducir los costos. Es concebible que tal continuación de los flujos privados pudiese haber mantenido el tipo de cambio a la vez que haber llevado la estructura de costos mexicanos subyacentes, en sintonía con la relación de 3,5 pesos respecto al dólar. Pero el nivel requerido de flujos de entrada de capital privado, que tendrían que haber sido invertidos en formación de capital —en lugar de ser consagrados a aumentar el consumo—, no podría sostenerse en for-

Sin embargo, lo que pasa en México también debe verse desde una perspectiva histórica mayor. Los desarrollos de las recientes semanas también necesitan evaluarse en el contexto de la Guerra Fría y sus consecuencias. Fue particularmente evidente para los países en desarrollo, durante la década pasada, que el régimen económico y político que caracterizó a la Unión Soviética se disolvió fatalmente y que la estructura económica de los Estados Unidos y el resto del mundo industrializado, basada en mercados libres y en la propiedad privada era claramente un modelo superior para que las naciones en desarrollo lo imitasen. De hecho, en años recientes ha habido una tendencia notoria en esa dirección, caracterizada por la privatización profunda, la liberalización de precios y salarios y el desarrollo de estructuras financieras, en tanto los países en desarrollo se esfuerzan en reproducir los elementos de las economías avanzadas de libre-mercado.

México era percibido como el modelo de transición económica y política de un sistema rígido dirigido por el Estado hacia una estructura de libre mercado. Empezando de muy abajo a mediados de los ochenta, México logró hacer un giro de forma tan extraordinaria que muchos de los ministros de finanzas y banqueros centrales de los países en vías de desarrollo miraban hacia, y consultaban a, sus contrapartes en México para aprender los mecanismos que las autoridades mexicanas habían empleado para alcanzar el status cercano al del primer mundo. De hecho, a México se le admitió en 1994 en la OCDE, la organización de naciones industrializadas, un distintivo de facto, del status de primer mundo.

169

A menos que los esfuerzos de México por restaurar la estabilidad económica y la confianza del mercado financiero tengan éxito, los años de reformas económicas en México estarían amenazados por presiones para reimponer controles en muchas áreas de su economía y para reestablecer la interferencia gubernamental en el cada vez más vibrante sector privado en México. Además, una reversión de las reformas económicas de México y una difusión de las dificultades financieras a otros mercados emergentes podrían detener o revertir la tendencia global hacia las reformas orientadas al mercado y a la democratización. Esto sería un retroceso trágico no sólo para estos países sino para Estados Unidos y también para el resto del mundo.

con lo que los economistas llaman riesgo moral “moral hazard” donde la presencia activa de los garantes externos deforman los incentivos percibidos por los inversionistas. Por ello, la condicionalidad apropiada debe estar asociada con las garantías para resaltar el hecho de que ellas se están proporcionando a costo alto y en términos rigurosos, en circunstancias excepcionales. Además, las políticas económicas de México son la clave para asegurar que la facilidad de garantía, realmente ayude a estabilizar la situación económica y financiera mexicana; finalmente sólo políticas sólidas que se sostengan en el tiempo restaurarán la confianza de los inversionistas en México. Las garantías externas sólo pueden ofrecer apoyo temporal. No obstante, no veo ninguna alternativa viable al tipo de programa que se está presentando al Congreso, si la erosión financiera no se detiene antes de que amenace con ser un problema mayor.

Quiero poner énfasis en el hecho de que, una vez que la situación mexicana se estabilice, será importante que las autoridades de los gobiernos líderes examinen acuciosamente las lecciones para aprender de este último episodio de las finanzas internacionales, y determinen cómo tratar los problemas financieros que surgen en forma similar, que tienen implicaciones en el buen funcionamiento de nuestro sistema financiero internacional basado en el mercado libre.

168

No tengo duda de que, como consecuencia del episodio mexicano, otras naciones en desarrollo se han vuelto sensibles a los problemas de depender demasiado de los flujos de entrada de capital de cartera extranjero. Esta tendencia del nuevo sistema global financiero debería, como consecuencia, autocorregirse del mismo modo en que las pérdidas recientes de instrumentos derivados han ayudado a condicionar esos mercados.

Lo que pasa en México es de particular importancia para Estados Unidos. Debido a los extensos intercambios a través de nuestra frontera común, nuestros destinos económicos se entrelazan estrechamente. México es el tercer mercado más grande para las exportaciones de EE.UU. y la tercera fuente más grande de importaciones de EE.UU., con aproximadamente 50.000 millones de dólares facturados en ambas direcciones el año pasado. La inmigración ilegal de México está inversamente relacionada con el crecimiento económico y el progreso en México. Es importante para Estados Unidos tanto política así como económicamente, por consiguiente, que México consiga reestablecer el crecimiento no-inflacionario sostenido. El logro de esto, debe reestablecer la confianza del mercado en el potencial económico y la estabilidad de México.

Testimonio Acerca del Paquete de Préstamo Garantizado para México(*)

Introducción

En este documento, primero presentaré un breve diagnóstico de la situación mexicana dejando en claro que una situación de desequilibrio fiscal predominó antes de la devaluación y que la crisis se agravó con la existencia de una gran cantidad de deudas con vencimiento a corto plazo y depósitos bancarios de gran liquidez. En segundo lugar, plantearé la razón fundamental y las condiciones necesarias para que un paquete de rescate costado por los Estados Unidos sea exitoso y, en tercer lugar, se analizarán algunas alternativas.

En el documento se sostendrá que los préstamos garantizados son atractivos si se acompañan de condiciones creíbles que posiblemente van más allá de las mencionadas por la Administración. En forma alternativa, México podría ofrecer garantías de préstamos que no incluyeran a los Estados Unidos, lo que también implicaría la colaboración de terceras partes poderosas y creíbles, haciéndolos un sustituto pobre del paquete de la Administración.

171

La Crisis Mexicana: Diagnóstico

México ha demostrado un fuerte compromiso con la reforma orientada al mercado y un impresionante control fiscal. Este hecho, explica en parte la gran cantidad de capital extranjero que fluyó hacia México desde 1989, sin embargo, una considerable proporción de aquellos flujos es probable que haya sido debida a las bajas tasas de interés y a la recesión en Estados Unidos. Por esto, cuando las últimas condiciones se invirtieron, los préstamos a

(*) Intervención ante el Comité de Banca del Senado de los Estados Unidos.

¿Por qué México se permitió ubicarse en una posición financiera tan vulnerable? Sólomente puedo ofrecer algunas reflexiones. Una razón creíble es que habría sido extremadamente costoso sostener la deuda denominada en pesos, por un período más largo o incluso la denominada en dólares. Esto puede haber sido a causa de la debilidad del partido gobernante, o de la percepción de que el programa era “insostenible” y que un ajuste substancial del sector público, por ejemplo, un ajuste fiscal todavía tenía que tener lugar. Más adelante desarrollaré la idea con más detalle.

Como señalan muchos observadores, las cuentas fiscales en México (especialmente del sector público no financiero), parecían estar equilibradas en conjunto. Por lo tanto, la pregunta que surge es ¿por qué se necesitaría más ajuste? Una respuesta parcial es que el equilibrio fiscal predominó en parte “debido” a que el gobierno mexicano emitió bonos de vencimiento de corto plazo. Si el gobierno mexicano hubiese emitido bonos de largo plazo, sus tasas de interés habrían sido más elevadas, lo que habría llevado a una situación fiscal más débil. De este modo, hasta cierto punto, el desequilibrio fiscal se ocultó al emitir bonos de vencimiento de corto plazo. Además, el programa hizo surgir un déficit de la cuenta corriente y un boom de gastos que del mismo modo generó grandes ingresos fiscales. Puesto que, el boom es insostenible, también lo son los ingresos fiscales asociados. Por tanto, otra respuesta parcial a la pregunta anterior es que el déficit fiscal habría sido mayor si se hubiese ajustado mediante ingresos tributarios insostenibles.

173

En resumen, las dificultades de México se explican en parte por la existencia de desequilibrio fiscal original encubierto por la emisión de bonos de vencimiento de corto plazo y por el ingreso fiscal insostenible (unido a grandes déficit de la cuenta corriente).

Sin embargo, los desequilibrios fundamentales observados en México no pueden explicar la magnitud de la crisis. En mi opinión, esta última es el resultado de la vulnerabilidad financiera a la que se hizo referencia anteriormente. La presión sobre el peso es enorme cuando los bonos de vencimiento exceden de lejos las reservas internacionales. Además, todo el equilibrio político es sacudido. Por ejemplo, es probable que México tome medidas fiscales muchísimo más severas que lo que había intentado antes de la crisis. Lo último suena a economía, pero ciertamente afecta al equilibrio político.

La vulnerabilidad financiera no estaba limitada sólo al sector público. Otro paso desestabilizador fue el gran aumento de los depósitos bancarios que empezaron a efectuarse desde 1990. La equivalencia en dólares de los

México tendieron a agotarse y las tasas de interés mexicanas experimentaron una tendencia ascendente¹.

Además, se produjo un flujo de salida de capitales durante 1994, en parte incitado por Chiapas y otros eventos trágicos y, en parte incitado por la aversión de las autoridades respecto de las altas tasas de interés. Las autoridades trataron de compensar emitiendo "Tesobonos". Los "Tesobonos" son obligaciones del sector público indexadas al dólar estadounidense pero pagado en pesos y, de este modo, están mejor protegidos de la devaluación que un bono peso directo (como los cetes)². Sin embargo, las tasas de interés no eran suficientemente atractivas y los inversionistas empezaron a abandonar el peso por el dólar lo que produjo una considerable disminución de las reservas mexicanas.

Hacia fines de 1994, el banco central se enfrentó a dos opciones: (1) aumentar las tasas de interés o (2) devaluar. México eligió la segunda opción teniendo la esperanza, me gustaría pensar, de que después de la devaluación las tasas de interés bajarían como había sucedido con las devaluaciones europeas recientes³. En el proceso, la competitividad de México en los mercados internacionales aumentaría y el crecimiento se materializaría.

172 Desafortunadamente, éste fue un error de política grave por dos razones. En primer lugar, los "Tesobonos" están denominados en dólares y, por lo tanto, su valor en dólares estadounidenses no se ve afectado por la devaluación. Así, la presión señalada anteriormente sobre las reservas internacionales, continuó sin disminuir y, de hecho, aumentó puesto que la comunidad financiera tomó la devaluación como incumplimiento de un compromiso implícito para defender el peso. En segundo lugar, los "Tesobonos" son de vencimiento a corto plazo, lo que implica que los titulares tienen el derecho a recobrar el "principal" en un período de tiempo relativamente corto. Los montos son sorprendentes y exceden las reservas internacionales mexicanas por un amplio margen.

¹ Véase, por ejemplo, G. A. Calvo, L. Leiderman y C. M. Reinhart, "Capital Inflows to Latin America: The Role of External Factors" FMI Staff Papers n° 40, marzo 1993, pp. 108-51.

² Un bono indexado al dólar no garantiza una protección total del riesgo de devaluación porque la indexación no es perfecta y siempre existe el riesgo de que los bonos se reembolsen a una tasa "oficial" arbitraria.

³ Se podría argumentar que la única opción realista para México era devaluar, puesto que las tasas de interés más altas o no habrían detenido los flujos de salida, o bien habrían deteriorado la situación fiscal hasta el punto que el gobierno no habría sido capaz de colocar su deuda, por razones de solvencia, no solo por razones de liquidez.

Los escépticos pueden aún poner en duda la necesidad de un paquete de rescate. Puede argumentarse, por ejemplo, que si México está de acuerdo con el Fondo en un programa creíble de ajuste, la necesidad de un paquete de rescate por parte de Estados Unidos disminuye considerablemente debido a que las tasas de interés sobre la deuda mexicana de vencimiento a largo plazo caerían dramáticamente. Personalmente, creo que este hecho es un argumento sólido que, sin embargo, desestima un hecho muy importante, es decir, que la credibilidad internacional de México en los mercados financieros puede tomar muchísimo tiempo en recuperarse completamente. Mientras tanto, las tasas de interés permanecerán altas, amenazando el éxito de planes de ajuste políticamente factibles.

Un exitoso paquete de rescate combinado con un programa de estabilización debería dar como resultado un significativo incremento del salario en dólares en México (comparado con el actual nivel) que, entre otras cosas, disminuiría los incentivos para la inmigración ilegal. Vale la pena subrayar que, desde el punto de vista de Estados Unidos, es de poca relevancia si el programa de estabilización es diseñado en torno a un tipo de cambio de 3.5 ó 5.5 pesos respecto al dólar, en tanto en cuanto, el salario en dólares esté razonablemente alto, debido a que la mayoría de las obligaciones mexicanas adquiridas por los residentes estadounidenses están denominadas en dólares.

175

Características de los préstamos garantizados

Para que los préstamos garantizados se hagan efectivos, México debería estar en condiciones de confiar en ellos en su totalidad desde el comienzo del programa. Esto es así, porque el vencimiento de la deuda de 1995 —una cuantiosa parte de la cual tendrá que ser reembolsada— es muy grande. Los “Tesobonos” por sí solos representan en torno a los 30.000 millones de dólares. Bajo estas circunstancias, sería peligroso por ejemplo, imponer restricciones de cantidad limitando el acceso a aquellas garantías sobre una base anual. Este tipo de paquete restrictivo puede resultar lo peor de los dos mundos: podría no aquietar a los inversionistas, lo que mantendría altas las tasas de interés sobre la deuda mexicana o haría imposible su refinanciación mediante nuevos créditos. Además, esta situación puede producir incumplimientos en el pago de la deuda y un costoso trato para los contribuyentes estadounidenses.

Desafortunadamente, la cantidad inicial del préstamo, dejaría a Estados Unidos, un poco a la merced de las autoridades mexicanas. Esto ocurre por-

depósitos bancarios más el dinero líquido fuera de los bancos, (por ejemplo, M2) ascendió a más del doble desde 1990 a 1994 y, antes del 20 de Diciembre, representaba unos 110.000 millones de dólares. Aquellos depósitos son altamente líquidos y pueden abandonar el sistema bancario en cortos períodos de tiempo, provocando una crisis bancaria, a no ser que su valor sea deflacionado, mediante la devaluación de la moneda o confiscación abierta, a niveles que puedan ser soportados por el banco central (con reservas internacionales, que prácticamente eran nulas después de tomar en cuenta las obligaciones gubernamentales de corto plazo)⁴. Esta situación contribuyó aún más a profundizar la crisis financiera y situó toda la economía en manos de inversionistas “muy inquietos” cuyas decisiones son muy difíciles de predecir.

Por esta razón, una “huída” inicial del peso pudo haber desencadenado una estampida, puesto que los inversionistas percibieron un posible estallido en el aparato político y el colapso del sistema financiero interno.

Préstamos Garantizados

174

Discusión general

La razón fundamental, que hay detrás de los préstamos garantizados es muy simple. Si creemos que el gobierno de México seguirá políticas que son sostenibles a largo plazo, entonces el paquete es una forma de demostrar a los inversionistas del sector privado, que los Estados Unidos están detrás del programa. Este hecho hará que los inversionistas estén más deseosos de suscribir la deuda mexicana de vencimiento a largo plazo a tasas de interés razonables y dado que se ha supuesto que las políticas mexicanas son alcanzables, puede que no exista necesidad de contar con tales garantías.

Sin embargo, como se señala anteriormente, existen buenas razones para poner en duda la solidez de la situación fiscal de México. De este modo, los préstamos garantizados deberán ser complementados con un programa de ajuste lo que explica el papel del FMI a este respecto.

⁴ El bajo nivel de reservas para apoyar a M2 proviene de la eliminación de los requerimientos de reserva legal sobre los depósitos a plazo. Esto es un claro error de política de los programas de estabilización basados en el tipo de cambio puesto que el sistema en conjunto, no dispone de un “prestamista de última instancia”. Sospecho que esta medida fue adoptada para bajar los intereses de los préstamos al sector privado y estimular así la inversión y el crecimiento.

Alternativas para Préstamos Garantizados Patrocinados por Estados Unidos

Dada la corta madurez de la deuda mexicana, sin los préstamos garantizados sería muy poco probable que México pudiera servir su deuda durante 1995. En efecto, las dificultades de la deuda serán ya evidentes en las próximas semanas.

Bajo las presentes circunstancias, la deuda está en manos de una miríada de titulares de bonos, en lugar de un gran pero manejable número de bancos. Por tanto, la reprogramación de la deuda sería enormemente complicada si el acuerdo tuviera que ser alcanzado entre México y sus acreedores. Por lo tanto, creo que México no tendrá otra opción que (1) reprogramar unilateralmente sin negociar con sus acreedores, o (2) ofrecer préstamos garantizados que imiten aquellos que incluyen a Estados Unidos, en lo posible con la ayuda de terceras partes confiables.

La alternativa (1) puede tener consecuencias devastadoras. Como sucedió después de 1982, el capital hacia México se interrumpirá y la fuga de capitales será desenfrenada. Se producirá una alta inflación, el comercio con Estados Unidos se verá interrumpido severamente y la inmigración ilegal podría alcanzar niveles críticos. Además, otros países de América Latina podrían estar sujetos a serias tensiones. Muchos países en la región han puesto en marcha un reforma radical orientada al mercado, sin embargo, todavía son vulnerables a las crisis financieras. La debacle mexicana podría inducir a los especuladores a lanzar otro "ataque" feroz a otra moneda de la región, desatando un desorden financiero.

Nada bueno podría resultar de tal caos. Las reformas experimentarían un retroceso, los mercados se cerrarían a los Estados Unidos y, el sueño de un unificado, eficiente y pacífico Hemisferio Occidental podría ser destrozado en los próximos años.

Mucho más benigna es la alternativa (2) en la que México establece los préstamos garantizados, sin ayuda, poniendo como garantías colaterales, futuros ingresos del petróleo. Sin embargo, la credibilidad de tales acuerdos está expuesta a serias dudas porque, en contraste con los préstamos garantizados de Estados Unidos, el presente acuerdo incluiría una nación soberana (México) y una miríada de titulares de bonos con una muy pequeña fuerza política. Por tanto, deberían encontrarse caminos para que México renunciase a sus derechos sobre los ingresos del petróleo para asegurar el servicio de la deuda. La medida debería comprender ins-

que después de que los préstamos garantizados sean utilizados, Estados Unidos no tendría control sobre la política, al menos que, se adjunte alguna especie de “condicionalidad” al paquete de rescate.

La condicionalidad del paquete de rescate tendría que ser diferente de la que aparece en los típicos programas del FMI. En estos últimos, los desembolsos son generalmente condicionados según el desempeño anterior lo que supone, en general, que los programas del FMI no pueden ser excesivamente cuantiosos en los momentos iniciales. Por el contrario, como se ha señalado anteriormente, los préstamos garantizados requieren de un desembolso inicial y, por tanto, podría no haber tiempo suficiente para observar el desempeño antes de que las garantías se activen.

Pienso que no existe una solución simple al problema de la condicionalidad. A título de ejemplo, la proposición de usar los ingresos futuros del petróleo en forma de garantías colaterales en caso de incumplimiento de pago sería muy difícil de llevar a cabo. Normalmente, el incumplimiento en el pago ocurre cuando un país ha llegado a una situación límite, en la cual los ciudadanos no desean hacer mayores sacrificios. ¿Cómo podría Estados Unidos, bajo esas circunstancias, extraer “el pan de cada día” (mediante el imponderable de los ingresos del petróleo), que las autoridades mexicanas no habrían estado dispuestas a imponer en un entorno democrático?

176

Por otra parte, las garantías colaterales podrían ser utilizadas para aplicar “sanciones” si México parte con compromisos de política previamente especificados. Por ejemplo, parte de las garantías colaterales pueden ser incorporadas por Estados Unidos si el déficit fiscal de México excede un monto dado. La ventaja de este procedimiento es que Estados Unidos no tiene que esperar hasta que México logre tocar el “fondo del barril” antes de que se efectúe el embargo. Sin embargo, la confiscación preventiva de los ingresos del petróleo puede desencadenar déficits fiscales aún más grandes iniciándose un peligroso espiral de déficit fiscal penalizado. Está demás decir que, estos procedimientos no pueden ser administrados tan sólo por Estados Unidos y que se requerirían los buenos servicios de un tribunal internacional, o al menos, de las instituciones financieras internacionales.

Estas dificultades deberían encararse de frente para evitar futuras escaladas de préstamos garantizados y emergencias por abierto impago. Por tanto, el paquete de rescate debería ser tan específico como sea posible, respecto de cómo se actuará en caso que se presentasen las dificultades anteriormente expuestas. Las buenas intenciones y las meras descripciones sobre las cuentas de garantía bloqueadas no son suficientes.

en contra de los préstamos garantizados tal y como están previstos en el paquete de rescate de Estados Unidos.

En forma alternativa, México podría asegurar el pago contra los futuros ingresos del petróleo sin la ayuda de los Estados Unidos. Sin embargo, para hacer esta medida creíble podría ser necesario involucrar una parte influyente y neutral como el Banco Interamericano de Desarrollo, con el que se pueda contar para asegurar que México honrará este tipo de compromiso.

tituciones financieras internacionales políticamente atractivas y confiables como el Banco Interamericano de Desarrollo.

Palabras Finales

México desestimó las alertas iniciales de stress fiscal y financiero y bajó el costo de servicio de la deuda interna emitiendo instrumentos de deuda pública denominados en dólares y de vencimientos de corto plazo.

Los problemas empezaron a relucir cuando el capital comenzó a fugarse. Los flujos de salida de capital son en parte debidos a dificultades políticas internas, sin embargo, también están generados por factores externos. Los economistas habían estado alertando a México y a otros mercados emergentes, que se deberían preparar para un reverso de los flujos de capital ya que las tasas de interés internacionales volvían a la normalidad y Estados Unidos empezaba a recuperarse de la depresión económica.

178

Además la devaluación fue enormemente ineficaz en detener los flujos de salida de capital porque los “Tesobonos” están denominados en dólares, además de dejar en claro a la comunidad financiera internacional que las autoridades en México tuvieron una comprensión pobre, si no ingenua, de los actuales mercados de capital en especial dados los numerosos depósitos bancarios sin respaldo.

Por otra parte, México es México y las autoridades pueden reemplazarse. La economía es básicamente sólida y las reformas adicionales necesarias están al alcance de la mano. Sin embargo, se necesita ayuda internacional para evitar que el problema de liquidez se transforme en un problema de solvencia. A este respecto, los préstamos garantizados patrocinados por Estados Unidos tienen la posibilidad de ser altamente efectivos.

Los préstamos garantizados no están exentos de riesgo para los contribuyentes estadounidenses. Por esto, la condicionalidad es crítica y desafortunadamente no es fácil ponerla en marcha. Lo que sabemos acerca del paquete es aún vago respecto de la forma en que se manejarían las dificultades asociadas con la implementación de cláusulas de condicionalidad. No obstante, una vez que se encuentre una solución satisfactoria para la condicionalidad, los préstamos garantizados patrocinados por Estados Unidos tienen un aspecto de estrategia triunfadora, especialmente cuando se tienen en cuenta algunas alternativas verosímiles. Sin duda que con estas medidas, algunos individuos pueden ganar más que otros, pero eso no es un argumento válido

Entrevista con el Director Gerente del FMI (*)

¿Qué lecciones se desprenden de la crisis mexicana?

Cuando los Directores Ejecutivos de FMI se reunieron a comienzos de febrero a discutir nuestro paquete sin precedentes de ayuda financiera a México, algunos caracterizaron la crisis mexicana como la primera crisis del siglo XXI. ¿Por qué? Porque en un sistema financiero internacional cada vez más globalizado, los sucesos en un solo país pueden tener un impacto casi inmediato en los mercados financieros de alrededor del mundo. Es bastante probable que en el futuro habrá otras crisis como ésta.

¿Cuáles son las lecciones?

181

En primer lugar, para reducir el riesgo de tales crisis, las autoridades en todos los países deben permanecer siempre muy atentas para detectar tendencias que podrían corroer la confianza de los inversores domésticos y extranjeros, y buscar corregir y fortalecer sus políticas procediendo de un modo oportuno. En segundo lugar, es esencial asegurarse que toda la información económica se reúna y se proporcione oportunamente a los mercados. En tercer lugar, en cuanto a lo que le concierne al FMI, esta crisis confirma la necesidad de fortalecer aún más nuestra vigilancia de las políticas económicas y las tendencias de todos nuestros países miembros para asistirlos en detectar problemas y alentarlos más efectivamente a adoptar medidas correctivas anticipadas. En cuarto lugar, está claro que si el FMI ha de responder rápidamente con un apoyo financiero significativo para renovar la confianza, requerirá un fortalecimiento de su base financiera para poder ser capaz de desembolsar los fondos rápidamente cuando surja la necesidad; la manera más normal de hacerlo es mediante un acrecentamiento de la cuota de contribución de todos los miembros.

(*) Entrevista efectuada a M. Camdessus por el Correo Brasileño sobre el rol del FMI, publicada el 19 de febrero de 1995.

ejemplo, el crecimiento en los países en desarrollo fue lo que previno que la recesión de 1992-93 sufrida por los países industrializados no se convirtiera en una recesión mayor a nivel mundial. Las dificultades presentes enfatizan la importancia para las autoridades de nunca “bajar la guardia”, de descubrir los problemas que van emergiendo en los momentos iniciales y de actuar decidida y sabiamente para resolverlos. Esto es, reconocidamente, una tarea que no es fácil en un mundo complejo.

Qué pasó en este caso? México estaba soportando un déficit exterior de la cuenta corriente elevado, principalmente porque las tasas privadas de ahorro fueron declinando y el consumo era alto. Esta situación no era peligrosa, en tanto en cuanto fue comodamente financiada por entradas de capital de largo plazo. De hecho, ello permitió a México reestructurar y modernizar significativamente su capacidad productiva. Sin embargo, durante 1994, con el aumento de las tasas de interés internacionales, se volvió progresivamente más difícil financiar el déficit de la cuenta corriente, mientras que se produjo una sustitución de instrumentos indexados en dólares a corto plazo por instrumentos denominados en moneda local lo que aumentó peligrosamente la vulnerabilidad de México. Adicionalmente, la situación se fue complicando por el levantamiento en Chiapas, los asesinatos políticos y la incertidumbre sobre los resultados de la elección presidencial.

¿Cómo puede el FMI mejorar su vigilancia y otros mecanismos para hacer frente a la globalización de los mercados financieros?

Incluso antes de la crisis mexicana en el FMI había una preocupación creciente por fortalecer la vigilancia ejercida por la institución sobre las políticas económicas virtualmente de la casi totalidad de sus miembros. La crisis refuerza el argumento de que nuestra vigilancia tiene que profundizarse y transformarse progresivamente en un tipo de sistema tal que nos permita advertir a tiempo a nuestros miembros: “Tenga cuidado aquí con el riesgo de inflación, tenga cuidado allí con el ratio deuda como proporción del PIB o con la deuda de corto plazo, esté atento con sus prácticas de comercio” y así sucesivamente. Además, también debemos continuar agudizando nuestros procedimientos e instrumentos financieros para que se adapten mejor a las necesidades cambiantes de nuestros miembros. En un mercado globalizado tendremos que considerar muy seriamente la posibilidad de adaptar nuestros procedimientos e instrumentos financieros para ayudar a los países a protegerse contra las súbitas crisis en los mercados. En las próximas semanas estaremos considerando estos temas muy cuidadosamente y con un sentido agregado de urgencia para diseñar el mejor curso posible de acción.

Una crisis es siempre una mezcla de peligro y oportunidad. Al haber tomado precaución del peligro inmediato, estoy seguro que la comunidad internacional ahora aprovechará la oportunidad de mejorar nuestra habilidad para evitar las crisis y también para manejarlas en forma efectiva en la ocasión que esperamos resulte poco frecuente en que pudiera surgir.

¿Cuál es el papel del FMI en una crisis como la mexicana?

Lo que hicimos en México es una clara demostración de cómo debe actuar el FMI. Nosotros reaccionamos pronto y proporcionamos la cantidad de apoyo financiero —17.800 millones de dólares es el préstamo más grande en la historia del FMI en apoyo del programa de un país— necesitada para restaurar la confianza. Al hacer esto, trabajamos en estrecha cooperación con el Gobierno de los Estados Unidos, el BIS y otros bancos centrales del mundo.

Como institución central de cooperación monetaria internacional teníamos la responsabilidad no sólo de proporcionar apoyo financiero para el programa de México y por ende darle confianza a México, sino también de responder a las implicaciones sistémicas de la crisis mexicana y darle confianza al sistema financiero internacional. Si no hubiésemos actuado de este modo, la crisis de confianza en México podía haber levantado dudas no justificadas sobre la situación económica en otros países. Tal efecto de contagio podía haber herido severamente a otras economías que por otra parte están en situación de prosperidad. El flujo continuado de capital internacional a países en desarrollo, que se ha vuelto tan destacado y tan importante en los últimos años, se vió amenazado minando las perspectivas de crecimiento económico y desarrollo de esos países.

182

Hasta la crisis, se vio a México como un “caso exitoso”. ¿Qué fue lo que pasó, es que las recetas económicas que se siguieron fueron erróneas o fueron sobrepasadas por circunstancias imprevistas?

En primer lugar, permítame que le diga que México permanece claramente como un “caso exitoso” si las cosas se ponen en perspectiva. Durante los últimos seis años, la economía mexicana creció, bajó la inflación a niveles cercanos a los de los países industriales y fue sometida a profundas reformas estructurales. Estos logros proporcionan una base sólida para el éxito del fuerte programa de ajuste diseñado por las autoridades mexicanas y apoyado por el FMI para tratar de enfrentar la crisis presente en los mercados financieros y de divisas.

No creo que la crisis mexicana ponga en cuestión la validez del enfoque de desarrollo económico basado en el mercado, su éxito está ahí. Por

Como Estamos Manejando la Crisis del Peso ()**

Las últimas semanas de 1994 fueron testigo de una inesperada inestabilidad en los mercados financieros de México. Primero hubo un aumento del 15% en el margen superior de la tasa cambiaria del peso, seguida por la adopción de un régimen de flotación frente a un fuerte ataque especulativo a la moneda. Para poner la actual crisis en perspectiva, y para entender las medidas que se han tomado para resolverla, es conveniente recordar algunos hechos.

La política económica de México durante la administración del presidente Carlos Salinas de Gortari se centraba en reformas estructurales orientadas al mercado para aumentar los estándares de vida mediante una mayor productividad. Estos esfuerzos requerían de un fondo de estabilidad macroeconómica desarrollada sobre finanzas públicas sanas. La estrategia como un todo demostró tener éxito, aunque había síntomas de que para fines de 1993 se necesitaba realizar correcciones. En particular, el déficit en cuenta corriente de México aumentó de manera constante durante este período para alcanzar casi un 8% del producto interno bruto en 1994 (alrededor de 28.000 millones de dólares). Por supuesto, un déficit en cuenta corriente, por sí solo, no es síntoma de problemas. Pero el de México era causa de seria preocupación por su magnitud, sus causas implícitas y por su forma de financiarse.

Dos factores detrás del crecimiento del déficit en la cuenta corriente merecen mencionarse: Primero, una tasa de deslizamiento del peso que fracasó en mantenerse al ritmo de la inflación doméstica (en el contexto de una banda cambiaria móvil) llevó a una sobrevaluación de la tasa de cambio. Y en segundo lugar, el rápido crecimiento del gasto del sector privado disparado por el peso sobrevaluado y por el crecimiento excesivo en las carteras de créditos de los bancos de desarrollo llevó a una escasez de ahorros internos. A estos factores económicos implícitos uno debe desafortunadamente añadir los efectos de los difíciles eventos políticos de 1994, los cuales, inevitable-

(*) Secretario de Hacienda y Crédito Público.

(**) Publicado en Reforma, México, 5 enero 1995.

¿El paquete de rescate mexicano anunciado el mes pasado por el Presidente Clinton es suficiente para calmar los mercados en el despertar de la crisis mexicana?

La respuesta de los mercados a los anuncios casi simultáneos del Presidente Clinton y el FMI indica que creyeron que aquellos eran suficientes para restaurar la confianza en la habilidad de México para abordar su problema de liquidez. Actuamos para proporcionarle a los mercados la convicción extra de que el paquete financiero funcionará y que los recursos estarán allí. Esto es por lo que yo personalmente le dí mucha importancia en decirle a los mercados que desde el mismo primer día de trabajo después de la aprobación del programa por el Comité Ejecutivo del FMI (más los dos días requeridos para dar los pasos operacionales necesarios), 7.800 millones de dólares estarían disponibles, y que tan pronto se efectuará la aportación de fondos, tan temprano como en abril, los segundos 10.000 millones estarían disponibles, con la totalidad de las garantías del FMI sobre su disponibilidad. De hecho, me sorprendió gratamente ver la positiva reacción de los inversores internacionales.

Los críticos del FMI dicen que éste no está cumpliendo sus funciones y que debe cerrar. ¿Cómo responde a estas críticas?

184

Este no es el mensaje que recibí de los Ministros de Finanzas y los Gobernadores de los Banco Centrales en nuestras Reuniones Anuales en Madrid en septiembre pasado. Al contrario, fuimos alentados a perseverar y fortalecer nuestro trabajo, y estuve feliz al ver que el G-7 calurosamente ratificó esto en Toronto.

El FMI tiene apenas 50 años. Estos fueron 50 años de progreso económico sin precedentes en el mundo. Pocos se cuestionarían que el FMI ha hecho una contribución significativa a ese progreso, un hecho reconocido en varias conferencias internacionales conmemorativas del 50 aniversario de Bretton Woods y a las que asistieron funcionarios gubernamentales, académicos distinguidos, economistas, líderes políticos y sindicales y representantes de ONGs.

Durante los últimos 50 años el papel del FMI y sus actividades han crecido y cambiado dramáticamente adaptándose a un mundo cambiante, pero sus propósitos han permanecido inalterados y centrados en la necesidad de fomentar un crecimiento económico de alta calidad en el mundo. Como en el momento de la crisis de la deuda en 1982, la crisis mexicana ha llevado a muchos a afirmar que si el FMI no hubiese existido, habría habido que inventarlo para abordarla. Estoy seguro de que la institución será incluso más útil en hacer frente a los desafíos propuestos por la economía mundial.

puesta a la medida demostró ser contraproducente. En el contexto típico de pérdida de credibilidad y de inseguridad entre los inversionistas, hubo un rápido ataque contra el peso, que obligó al gobierno a optar por el régimen de flotación. La crisis cambiaria también se caracterizó, nuevamente de manera típica, por un “disparo” en la tasa cambiaria, disparado parcialmente por los temores de convertibilidad de los Tesobonos indexados al dólar.

El martes, el gobierno mexicano anunció un sólido programa económico para dirigirse a las causas fundamentales de la actual situación. El programa consiste en tres componentes que combinados lograrán: restablecer la confianza de los inversionistas, convertir la devaluación del peso en una ventaja a mediano plazo para la economía mexicana, y profundizar las reformas estructurales orientadas al mercado para aumentar la competitividad. El programa incrementa el ahorro doméstico y asegura que la devaluación nominal se convierta en una devaluación real y permanente; en segundo lugar, abre sectores clave de la economía a la inversión privada; y en tercer lugar, brinda medidas para restablecer la confianza, incluyendo soluciones orientadas al mercado para el problema de los Tesobonos.

El componente macroeconómico del programa se centra en la necesidad de *minimizar los efectos inflacionarios de la devaluación*. El Pacto Nacional entre trabajadores, empresas y Gobierno, que también se firmó el martes, incluye el compromiso de moderar los precios y salarios, reduciendo el traslado de la mayor tasa cambiaria a los precios nacionales. Al evitar las espirales salario-precio, el programa busca tanto asegurarse de que el incremento de la tasa de inflación en 1995 sea mínimo e, igual de importante, que sea un fenómeno transitorio. La devaluación resultante en la tasa de cambio real incrementará la competitividad de las exportaciones mexicanas, haciendo una importante contribución a la corrección del actual déficit en cuenta corriente (mientras que también aumenta el atractivo de México para los inversionistas extranjeros).

Como complemento de la devaluación real, habrá una reducción de 1,3% del PIB en el gasto gubernamental, y una marcada reducción del crédito otorgado por la banca de desarrollo. Combinadas, estas medidas reducirán en más de la mitad el déficit proyectado de la cuenta corriente para 1995 a un nivel de alrededor de 14.000 millones de dólares. Este déficit puede ser fácilmente financiado a través de un modesto crecimiento en los préstamos públicos externos de alrededor de 5.000 millones de dólares, proyectos de inversión extranjera directa de alrededor de 7 a 8.000 millones de dólares (como se observó en 1994), y un pequeño remanente asociado con inversiones en cartera y la repatriación de capitales.

mente, cayeron sobre las expectativas de los inversionistas tanto extranjeros como nacionales.

Durante 1994, la administración de Salinas acomodó estos eventos: primero, subió las tasas de interés en los valores denominados en pesos, compensando a los inversionistas por los mayores riesgos percibidos. En segundo lugar, hubo una pérdida gradual de las reservas cambiarias extranjeras. En tercer lugar, la administración emitió valores gubernamentales indexados al dólar (los llamados Tesobonos) que aumentaron aún más el flujo de capitales extranjeros hacia México. Y en cuarto lugar, hubo una depreciación de la tasa de cambio dentro de la banda establecida. Con el beneficio de la retrospectiva, está claro que estas acciones se dirigían solamente de manera parcial a las fuerzas impulsoras fundamentales detrás del actuar deterioro en la cuenta corriente.

Es contra este antecedente que uno debe evaluar la estrategia económica propuesta al principio de la administración del Presidente Ernesto Zedillo, que solamente lleva un mes en funciones. Aunque la administración reconoció claramente que necesita solucionarse el desequilibrio en la cuenta corriente, no se prestó suficiente atención a la necesidad de actuar muy tempranamente.

186

Por una parte, el programa económico presentado al Congreso a principios del mes pasado requería de grandes flujos de divisas para financiar un déficit en cuenta corriente proyectado de casi el 8% del PIB (alrededor de 31.000 millones de dólares). Por otra parte, la estrategia cambiaria anunciada para 1995 era similar a la de años anteriores.

Nuevamente con el beneficio de la retrospectiva, está claro que los inversionistas vieron el programa económico como insostenible. Además de la ausencia de una clara señal de cambio en la política macroeconómica, dos factores redujeron aún más las probabilidades de obtener el nivel proyectado de flujos del extranjero: Primero, la política monetaria estadounidense se estaba cerrando, aumentando los costos de oportunidad de invertir en México; y en segundo lugar, otros mercados emergentes estaban haciendo demandas más fuertes sobre los flujos de capital de los países desarrollados.

Como resultado, y conforme se discutía en el Congreso el programa económico para 1995, los inversionistas perdieron la confianza y optaron por los dólares. A raíz de estos eventos, y dado el nivel relativamente bajo de las reservas de divisas, hubo un intento de ganar tiempo al aumentar la banda cambiaria. Pero debido a que este cambio se percibió como insuficiente por los inversionistas (dada la magnitud de los desequilibrios implícitos), la res-

totales, cerca de la porción que tenía el petróleo en los 80s. Dentro del contexto del Tratado de Libre Comercio y de otros acuerdos comerciales, México tiene acceso privilegiado a los principales mercados del mundo, y nuestro compromiso hacia un régimen de libre comercio permanece inalterado. Además, los programas de privatización y desregulación llevados a cabo en el pasado han hecho nuestra economía mucho más flexible y sensible a las señales del mercado.

Conforme 1995 comienza a avanzar, es útil poner las cosas en perspectiva. Aunque la inestabilidad política contribuyó a la actual crisis, había sin lugar a dudas un problema implícito con el enorme déficit en la cuenta corriente, derivado de una falta de ahorro interno y de un peso sobrevaluado. El programa económico puesto en circulación por el Presidente Zedillo se centra firmemente en estas cuestiones, y brinda tanto la respuesta a corto plazo así como los cimientos a mediano plazo para restaurar el crecimiento. El Pacto Nacional firmado el martes, que es otra prueba de la habilidad de la sociedad mexicana por salir adelante en tiempos difíciles, se asegura de que la inflación de 1995 sea un fenómeno de corto plazo.

Las medidas mencionadas con anterioridad restablecerán, pronto, el orden en el mercado cambiario y, durante los próximos meses, pondrán a México de vuelta en la estrategia de crecimiento económico que es la piedra angular del programa económico para México del Presidente Zedillo. A mediados de 1995, estará claro que toda la inseguridad transitoria de diciembre fue solamente eso: transitoria.

El componente estructural se dirige a las distorsiones que limitan la competitividad de México. El Presidente Zedillo pronto propondrá al Congreso reformas constitucionales para permitir la inversión privada en ferrocarriles y comunicaciones por satélite. Esto estará seguido por propuestas al Congreso para emitir leyes para abrir las telecomunicaciones a la competencia, y para aumentar la participación extranjera en el sistema bancario nacional. Además, continuará la privatización de empresas no estratégicas del sector público. Estas medidas aumentarán las ventajas de las empresas que compiten con productores extranjeros, además de ser una clara señal respecto al compromiso del gobierno por continuar a un ritmo rápido con reformas eficientes orientadas al mercado.

El tercer componente del programa se dirige a las preocupaciones a corto plazo de los inversionistas, y brinda las condiciones para una ordenada evolución del mercado cambiario en contexto con el nuevo régimen de flotación: Primero, el gobierno está trabajando con importantes bancos de inversión para brindar un menú de opciones de mercado voluntario, para resolver el problema de los Tesobonos. Esto eliminará la principal fuente de presión en el mercado de divisas.

188

En segundo lugar, el apoyo de los gobiernos de Canadá, Estados Unidos y de países europeos a través del Bank for International Settlements y de importantes bancos comerciales internacionales ha permitido a México reunir 18.000 millones de dólares en un Fondo de Estabilización Monetaria que, mientras que en principio innecesario en el contexto del régimen de la tasa de cambio flotante, contribuirá a restablecer la confianza de los inversionistas, y a una ordenada evolución del mercado cambiario en las próximas semanas.

En tercer lugar, México anunciará medidas para crear un mercado de futuros en pesos, para darle a los inversionistas oportunidades de cobertura en el contexto del régimen de tasa cambiaria flotante.

Finalmente, el banco central ha anunciado —en busca de una baja inflación— una política monetaria dirigida a estabilizar la tasa cambiaria a corto plazo. Además, el banco central limitará el crecimiento de los créditos en 1995 a un nivel consistente con una inflación promedio de alrededor del 15% en este año.

Una Situación Diferente

La actual situación en México es bastante distinta al pasado. Las exportaciones manufactureras contabilizan alrededor del 80% de las exportaciones

Al Ayudar a México, Estados Unidos Se Ayuda a Sí Mismo (**)

La dramática maniobra del gobierno estadounidense, promovida por el Departamento del Tesoro y el presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan, para buscar la autorización del Congreso de EU y proporcionar entre 25 y 40.000 millones de dólares adicionales para rescatar a México, han cambiado el panorama por completo. Ya no existe razón para el pánico, ni para la percepción de que el problema de liquidez mexicana esté degenerando en incumplimiento de obligaciones, que desacredita a toda Latinoamérica. Se evitó la situación extrema de regresar nuevamente a 1982; por supuesto, eso no significa que todo haya vuelto a la normalidad.

Hasta hace sólo unos días el segundo intento de México por subastar Tesobonos fracasó estrepitosamente y cundió el pánico. Cualquier intento por diferenciar la situación actual con la crisis de deuda en 1982, se había desvanecido. México no podría recaudar suficiente dinero para pagar sus deudas y en un plazo muy breve se habrían esfumado los 18.000 millones de dólares del Fondo de Estabilización, incluso antes de que vencieran los Tesobonos pendientes.

Al igual que en 1982, una reestructuración involuntaria de la deuda mexicana era inminente. De suceder esto, quién podría asegurar que Argentina, o incluso Brasil, no sería el siguiente.

Los mercados del peso y créditos mexicanos se esfumaron; altos “spreads” entre precios ofertados y demandados, falta de liquidez, y una caída en espiral de amortizaciones masivas de fondos mútuos que querían liquidar sus posiciones a cualquier precio. “Derrumbe total” es el único término apropiado para describir el proceso que estuvimos presenciando durante las últimas semanas. El paquete de estabilización económica de 18.000 millones de dólares fue prontamente eclipsado por las dificultades políticas en torno al plan de estabilización. Alan Greenspan manifestó al Congreso de EU que éste era el peor pánico financiero en 35 años.

(*) Catedrático del Instituto Tecnológico de Massachusetts.

(**) Artículo aparecido en Reforma, Ciudad de México, 18 enero 1995.

en la región, sino también en Europa Oriental y en la antigua Unión Soviética. Suficientes razones para justificar la audaz decisión de respaldar a México con otros 25.000 millones de dólares; y suficientes también para que el Congreso apruebe las medidas.

¿Y ahora qué sigue? Claro, existe por hoy una desilusión general en cuanto a las inversiones de cartera en Latinoamérica. Los incautos se están retirando y las aves de rapiña están tomando sus lugares. Pero ciertamente los flujos netos de dinero estarán muy por debajo de lo que habían estado en los últimos años. Los déficits de cuenta corriente de México y otros países disminuirán drásticamente, ya sea a causa de recesiones, devaluaciones monetarias, o ambas.

La iniciativa del Tesoro de EU evita lo peor, pero no es una panacea. En particular, no pueden evitar que el gasto mexicano se reduzca para ponerse a la par con sus ingresos, que las tasas de interés sean altas y que los salarios reales sean bajos. En este sentido México se ha remontado a 1982. Todas las reformas efectuadas ayudarán en la recuperación, pero las perspectivas se ven ensombrecidas por la destructiva maniobra en el tipo de cambio y por la cual ahora no tiene que pagar.

En Latinoamérica, México sufrirá más que todos y Argentina, en muchas formas, será el ganador. Ciertamente, en Argentina las tasas de interés serán altas y el crecimiento disminuirá. Pero el peso argentino ha aguantado bien su bautismo de fuego. Muchos esperaban que el peso (argentino) naufragara, pero debido al ingenio y gran energía del ministro de finanzas Cavallo, el peso se ha sostenido y se mantendrá firmemente a la par (1:1) con el dólar.

193

Brasil es el otro país a observar. No tiene la dependencia crediticia de México o Argentina. Luego del arranque del nuevo gobierno y con el plan de estabilización ya en camino, lo que necesita es un segundo aire. Evitar la sobrevaluación de la moneda es la primera prioridad, la corrección fiscal es imperativa y la privatización masiva es urgente. Brasil podrá crecer y estabilizarse al mismo tiempo, pero sólo si el gobierno se enfoca ahora a imprimirle una nueva definición más agresiva al "Plan Real", transformándolo de un artificio utilizado para los comicios electorales, a un verdadero mecanismo de estabilización. La crisis de México y el rescate emprendido por el Tesoro de EU sirven de advertencia y señal de alivio para Brasil, instándolo a llevar a cabo precisamente estas medidas.

Cierto, los compradores están aguardando pacientemente desde las gradas, ávidos de comprar gangas a precios de remate, aunque también tienen prisa por empezar a pescar en río revuelto. La protección ofrecida por el Tesoro de EU proporciona el respaldo que los inversionistas necesitan para empezar a arriesgarse de nuevo en México. Esta iniciativa funciona como un mecanismo de garantía para la deuda mexicana y es de hecho un dispositivo para que puedan funcionar de nuevo los mercados.

Con vencimientos a largo plazo y un fondo de estabilización que excede los adeudos de Tesobonos, es obvio que la deuda de México podrá ser pagada cuando se venza. Eso a su vez significa que los bonos mexicanos a corto plazo pueden ser adquiridos en subasta sin un riesgo extremo para el comprador; los puntos porcentuales por encima de las tasas estadounidenses serán pura ganancia. En cuanto empiecen a aparecer compradores y las subastas estén suscritas por completo, las tasas disminuirán y se podrán extender gradualmente los plazos de los instrumentos. Al mismo tiempo, surgirá una mayor estabilidad derivada de un mercado de pesos más profundo, también a raíz de la iniciativa de incluir de nuevo al peso en la pizarra del Mercado de Chicago. Gradualmente, durante las próximas semanas y meses, México se desplazará de la devastadora incapacidad de cubrir sus deudas, a una restauración de sus posibilidades de crédito.

192

Es obvio que el Fondo es benéfico tanto para los intereses de EU como para los de México. Por el lado de EU se pueden vislumbrar tres grandes preocupaciones que el Fondo puede resolver. Primero, la devastación de los precios de activos latinoamericanos y el riesgo de incumplimiento de pagos son resentidos también por inversionistas estadounidenses; la protección sirve entonces para ayudarles a recuperar la confianza y así restaurar el valor de sus propios activos. Segundo, sin el crédito para el Fondo de Estabilización de México, los créditos para toda Latinoamérica se esfumarían. El apoyo financiero para proyectos privados se vería truncado. Tercero, al igual que en 1982, un colapso en el crédito mexicano y latinoamericano forzaría un viraje dramático en la balanza comercial de la región, y con ello una pérdida substancial en exportaciones netas para EU. El impacto sería lo suficientemente fuerte como para frenar abruptamente el crecimiento de EU.

Pero de aun mayor importancia, un colapso en el crecimiento y posibilidades crediticias de México habrían puesto en duda al modelo de reforma y desarrollo en base al mercado, que ha estado siendo practicado en toda Latinoamérica. Hubiera sido imposible realizar la distinción entre las bondades de las reformas y lo que fue un mal manejo de la relación peso-dólar en el caso mexicano, y el modelo entero correría el riesgo de abandonarse, no sólo

La Agenda de Reformas

Perspectiva desde

los Estados Unidos

En el primer trabajo presentado en esta sección, debido a **John Williamson**, el autor aborda los problemas del sistema financiero internacional desde la óptica del manejo de los flujos de capitales recibidos por los países en vías de desarrollo tanto en la actualidad como a raíz de los problemas de la deuda en los 80. A continuación pasa revista a las diferentes opciones que han sido instrumentadas por algunos países latinoamericanos para hacer frente a las recientes entradas de capitales, deduciendo a partir de ahí recomendaciones de política económica.

Por su parte, **Peter Kenen**, pone de manifiesto las dificultades existentes para que los países lleguen a acuerdo en materia de estabilización de los tipos de cambio. Las comparaciones entre las ventajas de los diferentes regímenes cambiarios, deben hacerse sobre la base de las políticas económicas nacionales en un mundo de mercados imperfectos en el que las autoridades económicas de los países son especialmente sensibles a la repercusión interna de sus decisiones.

El Manejo de los Flujos de Entrada de Capitales(**)

Introducción

Algunos países en Asia y Europa Central han empezado recientemente a experimentar aparentemente, flujos excesivos de entrada de capitales como los que han complicado periódicamente a varios países en América Latina. Si estos países no quieren repetir las equivocaciones que se han cometido en América Latina, sus autoridades necesitan comprender los problemas que han sido creados por tales flujos de entrada en América Latina. En este documento se intenta ayudar a que los países de otras partes del mundo aprendan de la experiencia latinoamericana.

197

Este documento está organizado de la siguiente forma. En la primera sección, se identifican los problemas que han sido revelados por la experiencia en América Latina, tanto durante el otorgamiento de préstamos por los bancos comerciales a fines de los 70 y a comienzos de los 80, como también durante la afluencia más reciente bajo la forma de bonos y títulos que siguieron a la resolución de la crisis de la deuda. En la segunda sección se catalogan las opciones de política que pueden tomarse como respuesta a los aparentemente excesivos flujos de entrada de capital. En la tercera sección se describen las opciones de política adoptadas por seis importantes países latinoamericanos durante el episodio más reciente y se esbozan los resultados obtenidos hasta ahora. En la última sección se plantean algunas implicaciones de política.

(*) Senior Fellow, Instituto de Economía Internacional.

(**) Documento para ser publicado en Pensamiento Iberoamericano. El autor quiere agradecer los comentarios de Guy Pfefferman respecto a un borrador previo. Derechos reservados: Copyright Institute for International Economics.

del flujo de entrada de capitales, pero que el público *no* lo reconoce así. Entonces, la decreciente rentabilidad de los productos transables desincentivará la inversión en esas industrias. La inversión se trasladará hacia la industria de bienes no transables, que es quizá el resultado más probable dado que la causa inicial era una disminución en el costo de capital, o bien la composición del gasto se desviará de la inversión y se dirigirá hacia el consumo. Cuando el flujo de entrada de capitales cese, como ocurrirá en virtud de la hipótesis de que era temporal, la economía se encontrará en una peor situación para servir la deuda externa de aquella en la que habría estado en el caso de ausencia de flujos de entrada de capitales. Es obvio que en este caso una política para prevenir la apreciación real —evitando las falsas señales de precios— habría sido beneficiosa.

Considérese ahora la posibilidad de que el flujo de entrada de capitales sea permanente, por ejemplo, debido a las reformas que hacen la economía interna más atractiva a los inversores extranjeros. Existen profundas diferencias de enfoque entre los economistas acerca de la conveniencia de resistir una apreciación real que resulta de un flujo permanente de entrada de capitales. Uno de los enfoques es que, al igual que el descubrimiento de un nuevo recurso induce a una apreciación real², tal flujo de entrada de capitales es una circunstancia de buena fortuna que permite al país disfrutar de un ingreso real mayor, que podría obtener de la combinación del aumento de consumo y aumento de inversión que éste prefiera. El otro enfoque se refiere a que el daño que pueden sufrir las industrias de bienes transables como consecuencia de la apreciación real puede perjudicar las perspectivas del país para el desarrollo, dado que aquellas industrias tienden a ser la clave para el crecimiento a largo plazo. Mientras la teoría acerca del por qué tiene que suceder esto, nunca ha sido muy satisfactoriamente desarrollada, es una perspectiva que es sostenida muy fuertemente por muchos economistas. Muchos economistas latinoamericanos hoy en día argumentan que una razón fundamental del superior desempeño económico de Asia Oriental es la atención que se ha puesto en mantener un tipo de cambio estable y competitivo (véase, por ejemplo, Larraín en el Grupo de los Treinta 1994, pág. A-78).

² Sin embargo, nótese que ha sido argumentado por Ground y Bianchi (1988) que el boom relacionado con el descubrimiento de un nuevo recurso es inherentemente temporal porque las rentas que generan finalmente desaparecen. Esto sugiere que en algún momento del tiempo los factores que llevaron a la enfermedad holandesa siempre deberían ser considerados como temporales. Sin embargo, si se espera que el boom del recurso natural o el flujo de entrada de capitales dure diez o veinte años, parecería que tiene sentido ajustar la balanza de pagos para aumentar la absorción antes que financiar el flujo, si tal aumento en la absorción es en realidad en el interés a largo plazo del país en cuestión (véase el análisis en el texto).

Los Problemas Causados por los “Excesivos” Flujos de Entradas de Capitales

El principal peligro planteado por los grandes flujos de entrada de capital es que pueden desestabilizar el manejo macroeconómico. Esto puede suceder tanto a través de las propias entradas de capitales en sí mismas, lo que lleva a una apreciación del tipo de cambio real que causa la “enfermedad holandesa”¹, como asimismo a través de que los flujos de entrada amplíen el stock de la deuda a un nivel tal que el país encuentra difícil de continuar sirviendo en los términos acordados contractualmente.

Considérese primero los problemas que surgen por una apreciación real inducida por flujos de entrada de capitales. Es tradicional distinguir entre el caso en que tal apreciación es temporal y aquel en la que ésta es permanente. Una apreciación temporal real, que *el público espera que sea temporal*, es improbable que tenga efectos mayores en la inversión, que es presumiblemente guiada por expectativas de largo plazo; de hecho, el efecto principal puede ser el intentar aprovecharse del bajo precio temporal de los bienes de capital extranjeros para acelerar la inversión. Hasta el punto que los bienes de capital internos (por ejemplo, la construcción) y los bienes de capital externos (por ejemplo, la maquinaria) sean complementarios, el auge de la inversión se extenderá también a un aumento de la demanda interna. Normalmente, el flujo de entrada de capitales en cualquier caso tiende a asociarse con un boom interno, cuando es el resultado de bajas tasas de interés externas, de reformas internas, o del auge de la bolsa interna de valores (hay una excepción si el flujo es causado por las elevadas tasas de interés internas que resultan de una firme política monetaria). Por razones similares se puede esperar un auge en el consumo, excepto en el último caso (como consecuencia de una creciente riqueza y de la complementariedad entre los bienes de consumo internos y los importados). Y, siempre que el público tiene las expectativas racionales hoy día planteadas por muchos economistas teóricos, nada de esto crea un problema de política económica.

Sin embargo, considérese la posibilidad alternativa de que las bajas tasas de interés extranjeras o el auge de la bolsa interna, sean la causa temporal

¹ El término “enfermedad holandesa” fue utilizado originalmente para describir las dificultades que encontró la industria manufacturera de los Países Bajos como consecuencia del desarrollo en gran escala de la industria de exportación de gas natural, lo que provocó una gran apreciación del tipo de cambio real. Este término ha sido utilizado desde entonces para referirse a cualquier situación en la que el auge de un recurso natural, o una gran ayuda externa o flujos de entrada de capital, causan una apreciación real que pone en peligro las expectativas de la industria manufacturera.

nes e incluso préstamos, donde los poderosos acreedores extranjeros (especialmente el FMI en tiempos difíciles) esperan ser consultados acerca del manejo de la política económica.

Por otra parte, parece no haber ninguna razón particular para preocuparse por los préstamos externos que conducen a la dolarización. Esto último, es causado por la mala administración económica que da como resultado la ley de Gresham, que hace que la moneda local se debilite. Cuando el capital comienza a ser repatriado, puede buscar la forma de garantía en dólares, pero parece más natural atribuir la dolarización resultante al mal manejo precedente que al flujo de salida del capital. Tampoco está bien plantearse como problema la utilización de préstamos externos para financiar el gasto local. Incluso puede concebirse que cuando una economía tiene una capacidad inutilizada y padece una restricción externa, el financiamiento del gasto local sería el mejor uso de los préstamos externos. Lo que importa, desde el punto de vista de la capacidad crediticia es que la nueva inversión debería contribuir a la producción de bienes transables y así generar divisas para servir la deuda³ y no en lo que se gasta el capital. Por supuesto, es importante estar alerta del peligro de la pérdida de recursos en grandiosos proyectos con una tasa de retorno irrisoria, pero lo que en verdad importa es si se financian con ahorro local o con los préstamos externos.

201

Estos posibles problemas extras de los préstamos externos no se discuten en detalle en el presente documento. No han estado totalmente ausentes en América Latina. Por ejemplo, Chile tuvo un auge del Mercado de Valores a comienzos de la década de 1980, conducida por los flujos de entrada de capitales que redujeron en forma dramática los ahorros internos. A fines de los 70, muchos países estuvieron tentados a invertir en grandiosos proyectos con muy bajas tasas de retorno por la fácil disponibilidad de financiación en los bancos comerciales que no hacían preguntas, muchos de los cuales fijaron poco la atención en asegurarse que la inversión se estaba dirigiendo suficientemente a las industrias de bienes transables para poder servir la deuda. Y las preocupaciones por el control externo solían ser intensas. Sin embargo, el resto del documento se concentra en los problemas del manejo macroeconómico planteado por los grandes flujos de entrada, lo que ha despertado mucha preocupación en los últimos años.

³ No existe una necesidad particular de que el proyecto individual financiado por préstamos extranjeros genere divisas, pero es de fundamental importancia que la economía como un todo produzca una proporción adecuada de transables para permitir que el servicio de la deuda se mantenga sin lanzar la economía a la recesión o forzando la habilidad del país para solicitar préstamos.

En la práctica, por supuesto, a menudo es cierto que ni el público ni el gobierno tienen una visión clara acerca de si un flujo de entrada de capitales va a ser temporal o permanente. Una regla de prudencia sugeriría que, los shocks positivos deban tratarse como temporales y los negativos como permanentes. Una segunda regla de prudencia sugeriría que, de la misma forma que ningún gobierno debería adoptar una política que no sea viable si las expectativas son racionales, también debería evitar políticas cuyo éxito depende del carácter racional de las expectativas. Las dos reglas en conjunto, dan a entender que un gobierno prudente tratará como un problema cualquier flujo de entrada de capitales de un tamaño tal que induzca a una apreciación real suficientemente alta que amenace el crecimiento de las exportaciones.

El otro gran problema macroeconómico causado por los flujos de entrada de capitales es que éstos crearían un nivel de deuda tal, que el país encontraría difícil de servir en los términos contractualmente acordados, como pasó en toda América Latina en 1982 (y nuevamente en México a comienzos de la década de 1990). Este hecho plantea dos cuestiones: identificar cuánta deuda puede un país asumir prudentemente y limitar los préstamos a un nivel prudente cuando el mercado quiera prestar más. El primer problema se aborda brevemente en el apéndice de este documento, en tanto que las diferentes formas en que se podría lograr la segunda, se aborda en la próxima sección del documento.

Otros problemas diferentes son también señalados, a veces, como posibles consecuencias indeseadas de los grandes flujos de entrada de capitales. Tales flujos de entrada pueden conducir, por ejemplo, a una burbuja especulativa en el Mercado de Valores. Una consecuencia no deseable de tal burbuja es típicamente una disminución de la tasa de ahorro local en la medida en que los individuos descubren que sus objetivos en la acumulación de activos se logran sin necesidad de abstenerse del consumo. Otra consecuencia no deseable puede ser una crisis financiera y el peligro de una recesión, cuando esta burbuja estalle.

Los flujos de entrada de capital podrían significar también pérdida del control local sobre los procesos de toma de decisiones económicas: esto se aprecia más claramente en el caso de la propiedad mayoritaria de inversión directa, aunque la inversión directa conlleva beneficios compensatorios en términos de acceso a la tecnología y al mercado, y la pérdida del control puede, en cualquier caso evitarse con frecuencia, a través de las empresas mixtas. Hasta cierto punto, también podrían surgir problemas en el caso de la inversión de cartera, si se autoriza la concentración de tenencia de accio-

esto sucederá a través de mayores importaciones y evitará el desaliento de las exportaciones.

No obstante, se argumentó anteriormente también que hay circunstancias —donde se cree que el flujo de entrada es temporal, que la enfermedad holandesa amenaza las expectativas de crecimiento, que la deuda crece tanto que amenaza con precipitar una crisis de la deuda, o que la perspectiva es incierta— en las que es racional resistir el ajuste de la cuenta corriente que lograría la transferencia.

La primera respuesta natural en este caso es intervenir en el mercado cambiario para mantener un tipo de cambio “fijo”⁴ y esterilizar la intervención a través de operaciones de mercado abierto (la cuarta opción). La dificultad con esta opción es que es cara. Especialmente cuando las tasas de interés están subiendo para restringir la demanda interna, o porque hay una falta de confianza en la moneda local, la tasa de interés interna que el banco central tendrá que pagar sobre los bonos que emite⁵ podría ser muchísimo más alta que la tasa de interés externa que ganará sobre las reservas que adquiere. Además, para persuadir al público a mantener bonos por un monto igual al total del aumento de reservas sería necesario aumentar la tasa de interés interna (aunque esto se puede evitar permitiendo una expansión monetaria igual a una parte del aumento de las reservas). Si las tasas de interés aumentan, el flujo de entrada de capitales subirá mucho más; incluso si se mantienen constante, no habría ningún incentivo del mercado para reducir el flujo de entradas de capital.

Financiar tales flujos de entrada puede ser caro. Por ejemplo, en Argentina en julio de 1994, la tasa de interés de los títulos públicos a 30 días era de un 10,6% anual, contra un 4,5% en los activos gubernamentales norteamericanos comparables en que Argentina podría haber estado manteniendo sus reservas. El diferencial de intereses de 6,1% estaba formado por un 2,2% de prima por riesgo cambiario y de un 3,9% de prima por riesgo país. En forma similar, México tenía un diferencial de intereses de un 7,7% en septiembre de 1994, determinado por un 3,8% de la depreciación esperada, un 1,8% de prima por riesgo cambiario, y un 2,1% de prima por riesgo país⁶. En el caso de México, la pérdida sobre la intervención esterilizada es el interés

⁴ El término “fijo” se debería interpretar en este contexto para incluir el sistema de mini devaluaciones u otro tipo de formas de manejo de la tasa.

⁵ O, dependiendo de los acuerdos institucionales, que venda de su cartera.

⁶ Agradezco a mi colega Jeffrey Frankel por haberme proporcionado estas cifras.

Opciones de Política

Supóngase que un gobierno se enfrenta con grandes flujos de entrada de capitales. Ello implica tener que escoger entre las siguientes posibles reacciones:

- i. Permitir una apreciación nominal de la moneda
- ii. Comprar la mayor parte de las reservas (por ejemplo, manteniendo el tipo de cambio fijo) y permitiendo en consecuencia que la oferta monetaria se amplie (por ejemplo, mediante el compromiso de intervención no esterilizada)
- iii. Liberalizar las restricciones sobre la importación de bienes y servicios
- iv. Comprar la mayor parte de las reservas pero esterilizar la intervención mediante la venta de un valor equivalente de bonos expresados en moneda nacional
- v. Aumentar el ratio de reservas aplicadas a los depósitos bancarios
- vi. Cambiar los depósitos controlados por el gobierno (por ejemplo, depósitos en el sistema de ahorro postal) desde los bancos comerciales al Banco Central
- vii. Ampliar la banda permisible de fluctuaciones del tipo de cambio
- viii. Seguir una política fiscal restrictiva
- ix. Mejorar la movilización del ahorro privado
- x. Eliminar cualquier subsidio restante hacia la inversión interna, tal como el seguro de depósito gratuito.
- xi. Imponer o aumentar el control sobre los flujos de entrada de capitales
- xii. Relajar los controles sobre los flujos de salida de capitales

La decisión estratégica es si se permite que los flujos de entrada de capitales se transfieran al déficit de la cuenta corriente para financiar la creciente inversión interna y/o el consumo. Si se decide “hacer la transferencia”, hay tres mecanismos centrales mediante los cuales esto se puede lograr. El primero es el mecanismo del tipo de cambio flexible de apreciación de la moneda, que es el primero en la lista anterior. El segundo es el mecanismo del tipo de cambio fijo (“patrón oro”), con que la oferta monetaria aumenta la demanda provocando así inflación y apreciación real una vez más. El tercero es relajar las restricciones de importación, lo que también lleva a un aumento del déficit de la cuenta corriente, aunque con la gran diferencia que

establecimiento de un sistema de ahorro postal o de un sistema privado de pensiones son ejemplos de los tipos de medida que pueden aumentar el ahorro sin requerir tasas de interés más altas. (Este último ha inducido a un aumento importante del ahorro en Chile, y otros países de América Latina están siguiendo actualmente el ejemplo de Chile).

Los flujos de entrada de capitales también podrían ser desincentivados eliminando cualquier medida que en forma involuntaria subvencione la inversión interna. Los dos ejemplos más comunes son probablemente los seguros de depósitos bancarios y las concesiones a los inversores directos. Estas últimas están posiblemente pensadas para atraer la inversión directa debido a sus características de creación de trabajo y de innovación tecnológica, pero no hay absolutamente ninguna razón excepto accidental o de inercia por la que los extranjeros deban obtener el beneficio del seguro de depósito gratis o subvencionado.

Estamos ahora en el ámbito de las medidas destinadas a rechazar en vez de financiar los flujos de entrada de capital. Las medidas clásicas de este tipo son los controles de capital. Estos pueden tomar muchas formas: por ejemplo, de prohibición de compra extranjera o de tenencia de activos internos; de requisitos para obtener permiso administrativo para una emisión de bono extranjero; de períodos de vencimiento mínimo para las emisiones de bonos extranjeros; de un tipo de cambio dual para las transacciones de capital; de impuestos sobre compras de activos internos por extranjeros o sobre los ingresos de la inversión obtenidos por los extranjeros; o de requisitos de reserva sobre depósitos mantenidos por extranjeros. Si tales controles fuesen fáciles de implementar en forma totalmente efectiva no habría ningún problema de flujos excesivos de entrada de capital. La pregunta predominante acerca de las propuestas para tales controles es siempre si pueden ser efectivos y, si es así, a qué costo en cuanto a distorsiones económicas o libertades civiles, recordando que los controles adicionales tienen progresivamente más probabilidades de producir efectos perversos ya que hay un número más grande de controles preexistentes con los que éstos interactuarían de maneras imprevistas. Durante muchos años, Bélgica, como ejemplo de los límites de tales controles en un país europeo con un aparato administrativo bien considerado, operó con un sistema de tipo de cambio dual, pero los problemas de evasión empezaron a ser significativos cada vez que las dos tasas divergían por más de un 3%.

La última en mi lista de posibles reacciones de política respecto al flujo de entrada de capitales es relajar los controles de flujos de salida de capital. Existe, sin embargo, alguna evidencia de que la relajación general de los controles de flujos de salida puede, en algunas ocasiones, tener el efecto per-

diferencial menos la depreciación planificada, o un 3.9%; en el caso de Argentina sería un abultado 8,4% (aunque el sistema de emisión de moneda tipo "currency board" en Argentina supone que no lleva a cabo intervenciones de esterilización). Otros países latinoamericanos han sufrido pérdidas comparables. Larraín en el Grupo de los Treinta (1994, pág. A-89) presenta cálculos en los que indica que las pérdidas sobre la intervención esterilizada han sido alrededor de un 0,5% del PIB tanto en Chile como en Colombia.

En lo que respecta al banco central, este costo puede ser evitado subiendo el ratio de reservas o encaje, evitando así la necesidad de emitir bonos adicionales en moneda interna mientras que así se evita un aumento de la oferta monetaria a pesar del aumento en la base monetaria. Sin embargo, los altos ratios de reservas imponen costos de diferente tipo, al disminuir la eficacia del sistema financiero puesto que los prestatarios se alejan de aquellos prestamistas sujetos a altos requisitos de reservas acercándose hacia otros que eluden ese requisito. Otra manera de lograr de facto la esterilización sin emitir bonos adicionales es requerir a las instituciones financieras controladas por el gobierno (como el ahorro del sistema postal) para que cambien sus depósitos de los bancos comerciales al Banco Central. Si bien se ha demostrado que esto es eficaz en varios países asiáticos (Fischer y Reisen 1992), implica o reducir el retorno a los ahorradores en esas instituciones (si el banco central le paga la tasa de interés interna normal) o imponer un costo financiero sobre el banco central.

204

La séptima reacción posible de la política es ampliar la banda permisible de fluctuaciones del tipo de cambio. Esto permitirá que el flujo de entrada de capitales eleve el tipo de cambio a la cima de la banda pero se intenta dejar al sector privado con la suposición que la apreciación es temporal. Si esto se cree, en realidad, tendrá dos efectos positivos. El primero es que, puesto que los inversores extranjeros para calcular la esperada rentabilidad en su propia moneda anticipan la depreciación futura esperada de los retornos en moneda local, esto reduciría el incentivo para los flujos de entrada de capital. El segundo es que minimizaría el peligro de que la apreciación desincentivase la inversión en las industrias de bienes transables que posiblemente están influenciadas principalmente por expectativas del tipo de cambio real de largo plazo.

La octava opción de política es ajustar la política fiscal, ya sea reduciendo el gasto gubernamental o subiendo los impuestos. Esto permitirá que las tasas de interés internas se reduzcan, disminuyendo así el incentivo por el flujo de entradas de capital, sin perder el control de demanda interna ni del riesgo de inflación.

Se puede lograr un efecto similar con medidas institucionales, diferentes a las de tasas de interés más altas, que aumentarían el ahorro privado. El

CUADRO I
AMERICA LATINA: BALANZA DE PAGOS 1985-94
(Miles de Millones de dólares)

Año	Balanza de bienes Servicios y transfer. Privadas ^a	Balanza de capitales más errores y omisiones Netos ^a	Incrementos de Reservas	[(3)/(2)] x 100
	(1)	(2)	(3)	
1985	-5.5	6.5	1.0	15,0
1986	-19.8	13.2	-6.6	-50,0
1987	-11.8	15.0	3.2	21,0
1988	-13.4	5.7	-7.7	-135,0
1989	-10.1	12.7	2.6	20,0
1990	-8.5	23.6	15.1	64,0
1991	-20.5	38.9	18.4	47,0
1992	-34.7	53.4	18.7	35,0
1993	-35.1	39.1	4.0	10,0

207

FUENTE: CALVO (1994) sobre la base de los datos del World Economic outlook del FMI.

^a La balanza de bienes, servicios y transferencias privadas es igual a la balanza por cuenta corriente menos las transferencias oficiales. Estas últimas son tratadas en este cuadro como financiación externa y están incluidas en la cuenta de capitales.

(aunque han comenzado recientemente a crecer, principalmente hacia Brasil bajo el estímulo de Mercosur) y un déficit de la cuenta corriente que estaba sobrefinanciado por los flujos de entrada de capitales. Internamente, disfrutó de un éxito espectacular, con reducciones de la inflación que bajó de 1.344% en 1990 a un mero 4% en el último período de 12 meses, de acuerdo con las estadísticas proporcionadas por la publicación *Panorama Económico de América Latina 1994* de CEPAL (que son los últimos 12 meses anteriores a agosto de 1994), y un fuerte crecimiento del 6% anual. La inversión se ha ido recuperando, aunque cayó a un nivel excepcionalmente bajo a fines de la década de 1980.

México tenía un déficit de la cuenta corriente mayor que el de Argentina, nuevamente más que compensado por los flujos de entrada de capital. Tam-

verso de estimular un *flujo neto de entrada* (Labán y Larraín 1993). La razón es que los inversores pueden estar tan seguros de que no tendrán dificultad en retirar su dinero, si quieren hacerlo, que de hecho aumentan su exposición. No obstante, podría ser posible emprender la liberalización limitada, por ejemplo, permitiendo que los fondos de pensiones internos inviertan en el extranjero, en tanto se evita el peligro de provocar una reacción perversa.

Respuestas de la Política Latinoamericana

El cuadro 1 muestra que, para América Latina en conjunto, la reciente oleada de flujos de capital fue inicialmente muy utilizada en reconstruir las reservas. Sin embargo, a medida que el flujo de entrada se mantenía e incluso empezaba a disminuir fue progresivamente transferido en su totalidad.

Tanto la magnitud como la forma de transferencia ha diferido muy significativamente entre un país y otro. Es natural dividir los seis⁷ países principales en tres categorías: los que han usado el tipo de cambio como un ancla nominal en su programa de estabilización, principalmente Argentina y México; los que han flotado, que es únicamente Perú; y aquellos que han manejado su tipo de cambio con vistas a mantener la competitividad del sector exportador, principalmente Chile, Colombia y Brasil, por lo menos hasta el reciente Plan Real.

El cuadro 2 proporciona estadísticas sobre el reciente desempeño económico de los seis países. Se puede ver en la columna final que los dos países que escogieron usar el tipo de cambio como un ancla nominal, Argentina y México, han experimentado una substancial apreciación real en comparación con el promedio para el período 1982-90 (los años de la crisis de la deuda, que se usó como período base que fue suficientemente largo para minimizar el peligro de que un dato errático en el período base llevase a conclusiones engañosas)⁸. Argentina tenía las exportaciones estancadas

⁷ De hecho, existe un séptimo país importante, Venezuela, pero que está excluido de la comparación siguiente porque no ha experimentado un excesivo flujo de capitales en los años recientes. (Todavía intenta seguir políticas más bien pasadas de moda, incluyendo un estilo de política BRETTON WOODS de manejo de tipos de cambio fijo hasta ser forzado a una devaluación).

⁸ Una conclusión radicalmente diferente se sugeriría para Argentina si se utilizara como coeficiente de deflación el IPM más que el IPC, en que el índice sería un hiper-competitivo 59 en lugar de 159, (es poca diferencia para los otros países). Una evidencia anecdótica sugiere fuertemente que la cifra del IPC es la que debería considerarse correcta.

CUADRO 2
INDICADORES ECONOMICOS RECIENTE PARA 6 PAISES LATINOAMERICANOS

	Tasa anual de crecimiento del PIB	Inflación IPC		Tasa anual de crecimiento del volumen de las exportaciones 1991-93	Déficit promedio de la cuenta corriente como porcentaje del PIB 1990-92	Entradas promedio de capitales como porcentaje del PIB 1990-92	Cambios en la inversión entre 1981-89 y 1990-93 como porcentaje del PIB	Tipo de cambio real efectivo de las exportaciones ^a Ene-Sep. 1993	Arancel promedio (porcentajes) 1991-92
		1990	Últimos 12 meses		^b	^c	^d		^e
ARGENTINA	6,0	1.344,0	4,0	-0,1	1,3	2,0	-3,0	159,0	15,0
BRASIL	0,5	1.585,0	3.176,0	11,2	0,0	1,2	-1,0	119,0	21,1
CHILE	5,8	27,0	8,0	10,5	1,0	7,7	3,7	84,0	11,0
COLOMBIA	3,5	32,0	22,0	12,6	-3,0	0,2	-1,0	83,0	6,7
MÉXICO	3,1	30,0	7,0	8,7	4,9	6,5	3,8	137,0	4,0
PERÚ	0,8	7.650,0	21,0	5,2	7,3	6,2	2,9	204,0	15,0

FUENTE: CEPAL Balance Preliminar de América Latina y el Caribe 1993 y Panorama Económico de América latina y el Caribe 1994.

^a Los índices del tipo de cambio real efectivo de las exportaciones se han calculado usando como defractor el IPC tomando como base el promedio 1982-90= 100. Un número mayor indica una apreciación real.

^b Banco Mundial, World Debt Tables, 1993-94.

^c FRENCH-DAVIS y otros, 1994.

^d Grupo de los Treinta, 1994, cuadro 8.

^e EDWARDS, 1993, cuadro 5.2.

bién logró una considerable reducción en la inflación, aunque su desempeño en el crecimiento fue menos impresionante. (El flujo de entrada de capital se revertió en México en el curso de 1994.) La inversión fue bastante fuerte a comienzos de los 80, aunque los ahorros más recientes han declinado.

Perú es el único de los países que ha adoptado un tipo de cambio flotante. Ha experimentado una apreciación real incluso más fuerte, lo cual —a pesar de recuperar la fuerza de las exportaciones luego del caos del gobierno de Garcia que dejó el cargo en 1990— ha llevado a un déficit aún mayor de la cuenta corriente que se financiaba principalmente por la afluencia masiva de capital. Nuevamente, Perú hizo un progreso espectacular al controlar la hiperinflación, aunque su logro de crecimiento había sido moderado hasta hace muy poco. En la actualidad, el crecimiento es bastante fuerte.

Por el contrario, tanto en Chile como en Colombia se ha adoptado una política del tipo de cambio que intentó mantener las ganancias de competitividad que se habían alcanzado durante la crisis de la deuda, para lograr el crecimiento inducido por las exportaciones. Ambos países encontraron esto difícil debido a la magnitud de la afluencia de reservas. En el caso de Chile, ello se debió a un masivo flujo de entrada de capitales que más que compensó el moderado déficit de la cuenta corriente, mientras que en Colombia hasta hace poco había un resultado de superávit de la cuenta corriente. Ambos países mantuvieron un fuerte crecimiento de la exportación. Chile también disfrutó de un fuerte crecimiento del PIB respaldado por un gran aumento de la inversión combinado con una impresionante reducción de la inflación. El desempeño colombiano fue menos impresionante en los tres aspectos. El descubrimiento de un gran campo de petróleo, que se está desarrollando actualmente, ha permitido grandes flujos de entrada de capital que han planteado un desafío mucho más intenso respecto del objetivo en mantener un tipo de cambio competitivo.

Hasta que el programa de estabilización (Plan Real) se llevó a efecto en julio de 1994, Brasil también siguió una política del tipo de cambio bastante similar a Chile y Colombia, centrando la atención en la compensación de la inflación interna para mantener la competitividad de las exportaciones. De hecho, había habido una política de tipo de cambio menos clara en 1993, sin embargo, Brasil había mantenido una respetable tasa de crecimiento de la exportación y mantuvo su cuenta corriente equilibrada. El desempeño interno fue pésimo debido al crecimiento desmesurado de la inflación y el estancamiento del producto y la inversión. Las cosas han cambiado enormemente en los últimos meses: se ha controlado la inflación, hasta ahora la cuenta corriente se mantiene fuerte, la afluencia de capital ha surgido y la moneda

En la sección previa se listaron 12 posibles respuestas sobre las medidas en el caso de afluencia de capitales. Chile ha aplicado una gama amplia de políticas:

Item (i). Dos revaluaciones pequeñas, de un 2% y un 5%, fueron emprendidas en 1991 y 1992, respectivamente (lo que se opone a las regulares mini depreciaciones que compensan el diferencial de inflación).

Item (ii) y (iv) Chile ha comprado reservas a escala masiva totalizando unos 6.200 millones de dólares desde fines de 1989 a noviembre de 1993 (un 15% del PIB de 1993). Las autoridades informan que han emitido grandes sumas de bonos para esterilizar sus compras de reservas (Ffrench-Davis y otros, 1994, pág. 10). No obstante, es un hecho interesante (según los datos del *International Financial Statistics*) que durante el período en que las reservas aumentaron a unos 6.200 millones de dólares (de unos 3.600 millones a fines de 1989 a unos 9.800 millones en noviembre de 1993), el stock de dinero base aumentó casi exactamente la misma cantidad, es decir, unos 6.500 millones (con una valoración en dólares de 7.800 millones a 14.300 millones). Por supuesto, esto no dejó espacio alguno a Chile para la expansión del crédito interno, pero el hecho es que durante el período en conjunto no esterilizó.

Item (iii) El arancel uniforme sobre las importaciones fue reducido de un 15% a un 11% en junio de 1991.

Item (v) Leiderman y Reinhart (en el Grupo de los Treinta 1994, pág. A-17) informan que Chile aumentó los requisitos de reserva marginal.

Item (vi) El cambio de los depósitos controlados por el gobierno al banco central no se podría aplicar debido a que no existen tales depósitos.

Item (vii) La banda para las fluctuaciones del tipo de cambio se amplió de +/- un 5% a +/- un 10% en 1992¹⁰.

Item (viii) El superávit presupuestario se incrementó un 1,8% del PIB en 1989, un 0,8% en 1990 y un 2,2% en 1992.

Item (ix) El cambio a sistemas de pensiones privados de de comienzos de los 80, ha dado a Chile una saludable tasa de ahorro, pero no estoy al tanto de más medidas desde 1989.

Item (x) Los subsidios a las inversiones internas proporcionados por swaps de deuda-capital fueron reducidos a fines de los 80.

¹⁰ También hubo otras modificaciones en el manejo del tipo de cambio que previamente estuvieron basadas en el dólar que había sufrido devaluaciones para equiparar el exceso de inflación en Chile respecto de la de Estados Unidos; éstas supusieron el inicio de una intervención discrecional en la banda y un cambio hacia la vinculación a una cesta de monedas.

ha podido subir de la relación de tipo de cambio con respecto al dólar de 1:1. Sin embargo, la intervención comenzó nuevamente (con renuencia) después de una apreciación de aproximadamente un 17%, y varias medidas se adoptaron con el propósito de rechazar los flujos de entrada de capital lo que indica que las autoridades mantienen su preocupación en sostener la competitividad.

Claramente, las políticas han diferido en forma significativa según los países. Argentina y Perú no intentaron evitar los flujos de capital lo que se tradujo en déficit de la cuenta corriente. Perú permitió que esto ocurriera rápidamente, a través de la apreciación de la moneda, pero la intervención no esterilizada de Argentina produjo sin duda el mismo resultado (excepto hasta el punto en que la demanda para mantener pesos aumente). México esterilizó mucha de la intervención y por un tiempo creó amplias reservas pero su crecimiento no ha sido impresionante y luego enfrentó la amplia y extendida convicción del mercado de que su moneda estaba sobrevaluada lo que llevó a la crisis. Una pregunta interesante es si éstas políticas son consistentes con el crecimiento sólido. Es ciertamente verdadero que Argentina, y más recientemente Perú, han disfrutado de un crecimiento bastante fuerte, pero la pregunta crítica es si esto es tan sólo una recuperación del crecimiento que se destruirá en forma temprana debido a la debilidad de las exportaciones. Si es verdadero que el único crecimiento que se puede sostener hoy en día es el inducido por la exportación, la perspectiva para Perú bajo su presente régimen de política es pobre, y la pregunta para Argentina es si MERCOSUR, puede proporcionar un “momentum” exportador suficiente para superar la barrera del fuerte tipo de cambio.

210

Chile es el único país en América Latina donde una tasa de crecimiento tipo Este Asiático se ha institucionalizado, y puesto que, su desempeño de la exportación parece ser un factor clave en este logro, se han tomado enérgicas medidas para evitar la sobrevaluación⁹. En consecuencia, existe particular interés en las medidas que Chile ha tomado para prevenir los flujos masivos de entrada de capital con los que se ha enfrentado, para evitar destruir sus propias políticas económicas.

⁹ Parte de la explicación de la reciente política chilena parece ser la recolección de sus intentos de detener la inflación mediante el uso del tipo de cambio como ancla nominal en 1979-82. Ese intento fue alimentado por un gran flujo de capital que financió un déficit masivo de cuenta corriente que alcanzó un 14% del PIB en 1981 —una política racionalizada en el momento por el argumento de que las cuentas fiscales estaban en superávit y que los préstamos extranjeros privados no podían crear problemas (argumento repetido en 1988 en el Reino Unido por NIGEL LAWSON). Al final la moneda tuvo que ser devaluada y el PIB cayó alrededor de un 15% en una feroz recesión que también redujo los salarios reales en un 35%. Chile adoptó una política macroeconómica radicalmente diferente cuando salía de tal recesión.

Otra importante medida, fue una ampliación de facto de la banda dentro de la cual el tipo de cambio puede fluctuar. Esto se logró reemplazando la intervención con dinero en efectivo en el mercado cambiario por la oferta de certificados de cambios denominados en dólares, sin intereses con caducidad de un año, unidos al compromiso de mantener la banda entre un 5,54% y un 12,54% (Ffrench-Davis y otros 1994, pág. 13). Esto efectivamente da una banda de un 7% para el tipo de cambio. También tenía la ventaja de proporcionar ayuda por una única vez para esterilizar.

Colombia también siguió una política fiscal austera durante este período, logrando un superávit presupuestario de un 3% del PIB hacia fines del gobierno de Gaviria.

Colombia todavía mantiene controles en los flujos de entrada de capitales aunque éstos han sido liberalizados en los años recientes. Se comenzó una liberalización más amplia en 1992, cuando se redujo el plazo mínimo de los préstamos externos de 5 años a 1 año. Por otra parte, un impuesto de un 3% sobre las transferencias y ganancias externas por servicios personales en el extranjero fueron impuestos en 1991 y en 1992 el Banco Central aumentó la comisión por la compra de divisas de un 1,5% a un 5% (Ffrench-Davis y otros 1994, pág. 13).

Finalmente, Colombia liberalizó ciertas salidas de capital en 1992. Se autorizó a los exportadores a mantener en el exterior una parte de sus ganancias externas y se autorizó a los residentes a mantener hasta 500.000 dólares en el extranjero sin autorización previa.

213

Brasil es el tercer país que ha tratado de evitar trasladar los flujos de entrada de capital en déficits de la cuenta corriente. Nuevamente ha aplicado una gama amplia de políticas para este objetivo. De hecho, ha sido el esterilizador más grande de cualquiera de los tres: entre fines de 1989 y mayo de 1994 las reservas aumentaron no menos de 32.400 millones de dólares, en tanto que (bajo la presión de una hiperinflación cercana) el valor en dólares del stock de dinero de reserva de hecho, disminuyó en 1.000 millones de dólares. Puesto que se logró la estabilización con la introducción del *real* el 1 de julio de 1994, la oferta monetaria se ha ampliado rápidamente. Brasil también ha experimentado una oleada de flujos de entrada de capitales desde ese día que han sido manejados con una batería de medidas.

En primer lugar, a medida que se ha puesto un suelo por debajo del valor del *real* mediante el compromiso de vender dólares al precio de 1 a 1, el tipo de cambio ha logrado una apreciación. Las autoridades no indicaron inicialmente ningún límite superior sobre cuán lejos se permitiría a la tasa flotar,

Item (xi) Chile ha retenido su plazo mínimo para emisiones de bonos extranjeros. En 1991, se impuso un requisito de reserva del 20% contra tenencias extranjeras de depósitos bancarios que se aumentó a un 30% en 1992. Se impuso un impuesto de 1,2% sobre los créditos externos de corto plazo en 1991 (Ffrench-Davis y otros 1994.)

Item (xii) Se liberalizó la inversión al exterior directa. Se permitió a los fondos de pensiones colocar una proporción de sus carteras en activos exteriores.

En consecuencia, Chile eligió procedimientos de alcance extraordinariamente amplios en su, hasta ahora exitoso intento de evitar la enfermedad holandesa.

Colombia también ha hecho fuertes esfuerzos para limitar la apreciación real. Hasta 1993 el superávit de los pagos se originó principalmente en la cuenta corriente (al menos según las estadísticas oficiales), pero el año pasado el excedente de la cuenta corriente fue reforzado por un gran flujo de entrada de capitales estimado en un 4,3% del PIB.

212

Desde comienzos de 1993 la depreciación no mantuvo el diferencial de la inflación, lo que se tradujo en una apreciación real respecto al dólar de casi un 20% (aunque menos sobre una base efectiva) a mediados de 1994. No obstante, la intervención ha sido masiva, y en el caso de Colombia se ha esterilizado en su mayor parte; el dinero base aumentó en sólo 1.500 millones de dólares desde fines de 1989 a marzo de 1994, en tanto que las reservas aumentaron en 4.100 millones de dólares. Se impuso un requisito de reserva marginal de un 100% sobre los depósitos de la mayor parte de las instituciones financieras en enero de 1991 para ayudar a restringir el crédito. Sin embargo, parece que esa política cambió después de octubre de 1991, con la intención de reducir las tasas de interés internas y así reducir el incentivo para los flujos de entrada de capitales, lo que significa un mayor deseo de permitir que los aumentos de las reservas expandan la oferta monetaria (Ffrench-Davis y otros 1994, pág. 13). Quizá esto ayude al éxito limitado en reducir la inflación.

Colombia adoptó un extenso programa de liberalización del comercio en 1989-90. Las restricciones cuantitativas fueron casi enteramente abolidas en 1990 y se anunció un programa de 5 años para reducir el arancel. En 1991 fueron propuestas el conjunto de las reducciones arancelarias planeadas para los cuatro años siguientes (Urrutia 1994). La motivación era explícitamente el deseo de frenar una acumulación progresiva de reservas sin dañar el crecimiento de las exportaciones no tradicionales.

pero buscó esterilizar la salida que se experimentó en 1994, lo que condujo a una débil posición de reservas, y luego a la crisis del peso.

Hasta la fecha, los países más exitosos en cada grupo son claramente Argentina y Chile. La situación de Argentina todavía parece débil debido a su no competitivo tipo de cambio y a su frágil situación de la balanza de pagos, aunque recientemente existen signos positivos incluso en esas áreas. Chile ha sido un caso de espectacular éxito en los años recientes, no obstante, también continúa teniendo problemas que amenazan su capacidad para mantener el curso de la política que ha seguido, donde resalta la presión de los flujos de entrada de capitales en el tipo de cambio. La opción entre esas dos estrategias depende de las perspectivas fundamentales sobre si una política macroeconómica orientada al mantenimiento de un tipo de cambio competitivo es mejor que una de *laissez-faire*.

¿Cuáles son las lecciones de la experiencia latinoamericana para aquellos que realmente creen que tiene sentido para el gobierno intentar y mantener un tipo de cambio competitivo? Sugiero lo siguiente:

- Resistir o neutralizar los grandes flujos de entrada de capitales no es fácil y puede ser caro.
- No obstante, hay un amplio rango de instrumentos que son relevantes. Simplemente no es cierto que no hay ninguna alternativa excepto someterse a la sabiduría del mercado, o incluso que las únicas cosas que pueden ayudar son ajustar la política fiscal o liberalizar las importaciones (aunque ambas pueden ayudar realmente).
- La mejor política es emplear muchos instrumentos y evitar esperar que alguno proporcione la panacea. La intervención esterilizada y el aumento de los requisitos de reserva pueden proporcionar una ayuda útil a corto plazo. La banda debería ampliarse, las importaciones se deberían liberalizar y, la política fiscal debería ajustarse de manera que se puedan reducir las tasas de interés internas. Existen varias formas en que se puede desincentivar los flujos de entrada de capitales, mediante controles o impuestos, aunque es extremadamente importante reconocer que todos los controles tendrían un escape y se evadirían si hay un fuerte incentivo para hacerlo; la equivocación más común es esperar demasiado de los controles de capitales. Algunos flujos de salida se pueden liberalizar. En conjunto, estas medidas ofrecen algunas expectativas para posibilitar al gobierno a mantener un control macroeconómico sin perder el potencial del boom de las exportaciones.

pero empezaron a resistir una apreciación mayor cuando el dólar había logrado un precio de aproximadamente 83 centavos. Por consiguiente, parece haber una banda de facto de un poco menos de un 20%, por encima de la apreciación real que ya se había experimentado antes de que comenzara el Plan Real (véase cuadro 2).

En segundo lugar, se han liberalizado las importaciones, bajo un programa que ya empezó en 1990 y que ha visto la abolición de casi todas las restricciones cuantitativas, las reducciones drásticas del arancel y la negociación de un área de libre comercio con tres países vecinos (Mercosur). Se efectuaron más reducciones de aranceles en los meses recientes, especialmente en sectores donde los gobiernos consideraron abusivos los aumentos de precios. (Como se muestra en la columna final del cuadro 2, por lo menos hasta hace poco Brasil tenía los aranceles más altos de los seis países, siendo el promedio en 1991-91 de alrededor del 20%).

Además, se impuso un requisito de reserva del 15% contra nuevos créditos en octubre de 1994. Y se ha eliminado el déficit fiscal, por lo menos por ahora.

214

También se han tomado medidas para desincentivar los flujos de entrada de capitales. En octubre, estableció un impuesto del 1% sobre las inversiones extranjeras en el Mercado de Valores. El impuesto sobre las compañías brasileñas emisoras de bonos en el extranjero aumentó de un 3% a un 7% y aquel sobre el capital extranjero invertido en fondos de renta fija se elevó de un 5% a un 9% al mismo tiempo. Se pusieron límites sobre la capacidad de los exportadores para aceptar el pago por adelantado. Por otro lado, se permitió por primera vez que los fondos de pensiones brasileños colocaran hasta un 10% de su cartera en activos extranjeros y se abolieron todas las restricciones de gasto en el extranjero para los turistas.

Consideraciones de Política Económica

Un debate importante está actualmente en marcha en América Latina acerca de los méritos relativos de las políticas seguidas en Argentina y Perú por una parte, versus Chile, Colombia y tentativamente Brasil por otra. El primer grupo permitió que los flujos de entrada de capitales se tradujeran en déficits de la cuenta corriente; los últimos tres han tratado de resistir la pérdida de competitividad por el peligro que plantea destruir el crecimiento inducido por las exportaciones. México era un caso intermedio; permitió que el flujo de entrada de capitales financiara el déficit de la cuenta corriente

ratio deuda/ PIB en un país con un ratio exportación/ PIB que exceda más de un 20%, y en el ratio deuda/ exportación de un país que tiene un ratio exportación/ PIB por debajo del 20%, para asegurar que ambas restricciones se satisfacen).

Por supuesto, que la vulnerabilidad de un país a los flujos de salida de capitales depende no sólo del nivel de deuda sino también del tipo de obligación que se contrae. La inversión extranjera directa es la menos vulnerable al retiro repentino. La inversión de valores de cartera tiene una importante propiedad auto-equilibradora; una pérdida de confianza llevaría a una disminución de los precios de los valores que serviría automáticamente para disminuir el incentivo para más retiros. Los bonos de largo plazo tienen la ventaja de que el principal se puede liquidar sólo cuando el bono vence. Los préstamos bancarios tienen la ventaja de que es relativamente factible renegociar los términos del contrato cuando surge la necesidad. No obstante, tanto los bonos (especialmente los de corto plazo) como los préstamos bancarios exponen a los países a un riesgo significativo de enfrentar una crisis de deuda, con consecuencias que la década de 1980 demostró que pueden ser severas.

En vista de estas diferencias, ¿es apropiado contar el stock de otros pasivos externos no considerados como deuda en la economía, especialmente la inversión extranjera directa y tenencias extranjeras de valores de compañías locales, a la par con la deuda misma? También éstos generan una necesidad de ganancias externas para mantener el servicio de la deuda, entonces parecería equivocado ignorar completamente tales pasivos. Quizás el procedimiento más razonable es tratar el dólar de los pasivos externos no considerados como deuda como algo valorado por debajo del valor de un dólar de deuda, por ejemplo, darle el valor de un 50%. En cualquier caso tales cifras no pueden proporcionar más que una guía muy aproximada acerca del nivel de préstamos más de lo que la economía puede manejar en forma segura, una cifra que también variará con la proporción de los flujos de entrada de capitales que se traducen en inversión en general e inversión en transables en particular.

APÉNDICE

Establecimiento de un Límite Prudente sobre el Endeudamiento Externo

No existe ningún método satisfactorio para estimar el nivel aceptable de la deuda. La mejor aproximación todavía parece estar basada en varias reglas empíricas ad hoc sobre la relación de la deuda o servicio de la deuda respecto a variables que influyen en la capacidad de servir la deuda, tales como las exportaciones, el PIB o el stock de capitales. Las reglas empíricas más famosas establecen que el ratio deuda/exportación no debería exceder el 200%, que el coeficiente del servicio de la deuda (por ejemplo, el ratio de servicio de la deuda/exportaciones) no debería exceder el 25% y que el ratio deuda/PIB no debería exceder el 40%. Tales reglas empíricas, indudablemente se deben combinar de alguna manera¹¹, pero mientras tanto por lo menos proporcionan un punto de partida para el análisis.

216

¿Qué suponen estas reglas empíricas acerca de los déficits sostenibles (deseados) de la cuenta corriente? Un poco de álgebra lo puede demostrar. Llamemos D = deuda externa e Y = ingreso nominal (expresado en dólares, como generalmente se expresa la deuda), y úsese un $\hat{}$ sobre la variable para significar su tasa de cambio de manera que \hat{D}/D es el porcentaje mensual de cambio de la deuda. Considérese un país en vías de desarrollo que puede esperar una tasa de crecimiento a largo plazo de la renta real del 5%; entonces se espera que el crecimiento nominal del ingreso a largo plazo medido en dólares (la moneda internacional) será de un 8% si se asume un promedio de inflación del dólar del 3%. La tasa continua de crecimiento de la deuda debe ser la misma que la tasa de crecimiento del ingreso nominal. Entonces el prudente déficit de la cuenta corriente de acuerdo con la regla empírica deuda/ PIB sería $D/Y = (\hat{D}/D) \times (D/Y) = 0,08 \times 0,4 = 0,032$, por ejemplo, el déficit constante no debe exceder el 3,2% del PIB. Por supuesto, un país que empieza con un ratio deuda/ PIB más bajo que el 40% puede aventurar un mayor déficit por un tiempo, pero es sensato prevenir que el déficit se haga mucho mayor debido a la dificultad de ajustar en forma inversa, a medida que se aproxime al límite de la deuda. (Es apropiado fijar la atención en el

¹¹ Como se hizo en alguna literatura de la década de 1970, por ejemplo Cline y Frank (1971) y Petersen (1977).

Maneras de Reformar los Acuerdos sobre el Tipo de Cambio(**)

Los defectos de cualquier régimen de tipo de cambio se hacen rápidamente manifiestos para los que han vivido con éstos. En la década de 1960 el Sistema de Bretton Woods fue ampliamente criticado por desincentivar las modificaciones del tipo de cambio efectivas, por alentar a los gobiernos a hacer cambios excesivamente grandes cuando, por fin, tenían que hacerlos, y por dejar que Estados Unidos abusara del “privilegio exorbitante” conferido por el papel del dólar como divisa de reserva. En la década de 1980, el régimen del tipo flotante fue criticado por producir grandes oscilaciones en los tipos de cambio nominales y reales que no jugaron ningún papel útil en el proceso de ajuste y alteraron las posiciones competitivas con formas que intensificaban las presiones proteccionistas. Todas estas objeciones eran bastante válidas, pero las propuestas para las reformas ofrecidas en cada caso estaban abiertas a objeciones igualmente fuertes.

219

Los debates sobre la reforma del sistema monetario a menudo tienden a contrastar el imperfecto régimen prevaleciente en la actualidad con una versión perfecta de otros regímenes. En la década de 1960 el funcionamiento real del Sistema de Bretton Woods, con todas sus asimetrías, fue contrastado con el funcionamiento del sistema de tipo flotante en el que los mercados de divisas cambiarían rápidamente el tipo de cambio pero ni por más ni por menos de lo necesario para compensar las diferencias en las tasas de inflación nacional. En la década de 1980, el funcionamiento real del régimen del tipo flotante, con imperfecciones igualmente obvias, fueron contrastadas con el funcionamiento de un régimen de tasa fija en el que los gobiernos modificarían rápidamente sus políticas, pero ni por más ni por menos de lo necesario para evitar modificaciones del tipo de cambio.

^(*) Director de la Sección de Financiación Internacional del Departamento de Economía de la Universidad de Princeton y miembro de la Comisión Bretton Woods.

^(**) Artículo publicado en “*Bretton Woods: looking o the Future*”, Washington D.C., Bretton Woods Commission, July 1994

BIBLIOGRAFIA

- CALVO, GUILLERMO (1994), "*The Management of Capital Flows: Domestic Policy and International Cooperation*" en *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Volume IV (Geneva, UNCTAD).
- CLINE, WILLIAM R., y CHARLES R. FRANK (1971), "*Measurement of Debt Servicing Capacity: An Application of Discriminant Analysis*", *Journal of International Economics*.
- EDWARDS, SEBASTIAN (1993), "*From Dispair to Hope: Latin America and the Caribbean. A Decade after de Debt Crises*", draft manuscript, World Bank.
- FFRENCH-DAVIS, RICARDO, DANIEL TITELMAN, y ANDRAS UTHOFF (1994), "*International Competitiveness and the Macroeconomics of Capital Account Opening*", ECLAC Working Papers n°29, Santiago.
- FISCHER, BERNHARD, y HELMUT REISEN (1992), "*Towards Capital Account Convertibility*", OECD Development Centre Policy Brief n°4.
- GROUND, RICHARD L., y ANDRES BIANCHI (1988), "*The Economic Development of Latin America*" en A. Bianchi y T. Nohara, eds., "*A Comparative Study on Economic Development between Asia and Latin America*" Tokio, Institute of Developing Economies.
- GROUP of THIRTY (1994), "*Latin America Capital Flows: Living with Volatility*", A Study Group Report, Washington, Group of Thirty.
- LABÁN, RAUL, y FELIPE LARRAÍN (1993), "*Can a Liberalization of Capital Outflows Increase Net Capital Inflows?*", PUC, documento de trabajo n°155, Santiago.
- PETERSEN, H.J. (1977), "*Debt Crisis of Developing Countries: A Pragmatic Approach to an Early Warning System*", *Konjunkturpolitik*.
- URRUTIA, MIGUEL (1994), "*Colombia*" en J. Williamson, ed., "*The Political Economy of Policy Reform*", Institute for International Economics.

das reducciones en los programas sociales internos. Las recientes crisis del Sistema Monetario Europeo se puede achacar en parte al conjunto de políticas seguidas por Alemania. Ese fracaso de la política, sin embargo, reflejó la dificultad de tomar duras decisiones en materia de política fiscal, las cuales se enfrentaban a la disminución del apoyo político, debido a la costosa tarea de transformar la economía de Alemania del Este.

Además, se debe enfatizar que los errores de las políticas fiscales tienen un gran efecto en el tipo de cambio, en un mundo de gran movilidad de capitales. La apreciación del dólar en los comienzos de los 80, y la fuerza del marco alemán a comienzos de los 90, se debieron a grandes flujos de entrada de capitales producidos por combinaciones de grandes déficit presupuestarios y por políticas restrictivas.

Todas estas observaciones conducen a la misma conclusión básica. Las comparaciones entre los regímenes de tipo de cambio deberían hacerse sobre la prudente suposición de que los acuerdos sobre el tipo de cambio sólo pueden tener efectos limitados en el comportamiento y calidad de las políticas nacionales y no siempre pueden demandar un apoyo firme de los gobiernos democráticos. Por lo tanto, tenemos que preguntarnos cómo es probable que los regímenes del tipo de cambio funcionen en un mundo de políticas imperfectas y, por consiguiente, de mercados imperfectos. El optimismo ingenuo acerca del perfeccionismo de las políticas económicas conducirá inevitablemente a la desilusión y a otras búsquedas infructuosas de un sistema monetario perfecto.

221

Esta advertencia se aplica enérgicamente a comparaciones entre los acuerdos sobre el tipo de cambio por parte de los principales países industrializados, cuyos gobiernos siempre estarán mirando más hacia adentro de ellos mismos que los países más pequeños y más abiertos.

Argumentos para Mejorar los Acuerdos sobre el Tipo de Cambio

Los defectos del actual régimen de tipo flotante han sido indicados por Kenichi Ohno¹, y no hay ninguna necesidad de señalarlos aquí. Las expectativas sobre futuros tipos de cambio no se han fijado en forma definitiva y las modificaciones en las expectativas han ampliado la inestabilidad del tipo de

¹ Kenichi Ohno, "The Case for a New System", Documento preparado para la Comisión sobre el Futuro de las Instituciones de Bretton Woods, 1993.

Siendo Realistas Acerca de los Gobiernos y Políticas

En la literatura académica más reciente, existe una tendencia a argumentar que la reforma en los acuerdos sobre el tipo de cambio causará un cambio fundamental en el comportamiento de los gobiernos nacionales y un cambio básico también en el comportamiento del sector privado inducido por el cambio en la conducta del gobierno. La misma literatura académica, sin embargo, ha demostrado lo duro que es para los gobiernos comprometerse con la credibilidad de la manera requerida para afectar el comportamiento del sector privado. Es por consiguiente poco realista, incluso irresponsable, comparar un régimen de tipo de cambio existente condicionado por políticas imperfectas con una versión de manual de texto de otros regímenes bendecidos por políticas óptimas.

La experiencia también debería advertirnos que no se puede esperar que los gobiernos democráticos antepongan sus compromisos de tipo de cambio a los objetivos políticos internos. Los tipos de cambio estables rendirían ganancias significativas en la eficacia económica al reducir la incertidumbre del tipo de cambio. Esas ganancias, sin embargo, son menos visibles y podrían ser mucho menores que los costos de reducir la actividad económica, especialmente los costos de la reducción de inversión mediante la subida de las tasas de interés a niveles requeridos para defender un tipo de cambio fijo.

220

El compromiso de la utilización de un tipo de cambio externo para dar credibilidad a las políticas económicas internas —la esencia de la estrategia de la fortaleza del franco seguida por Francia— no se puede justificar durante el largo plazo a menos que la credibilidad adquirida por honrar el compromiso del tipo de cambio se haya estado usando bien internamente, de una manera consistente con las preferencias básicas del electorado. Además, la experiencia de Alemania sugiere que un compromiso con un tipo de cambio externo no es la única manera de ganar credibilidad. Volviendo al tiempo del Sistema de Bretton Woods, la historia de la política monetaria alemana está llena de casos en los que los compromisos de tipo de cambio estaban subordinados a la persecución de la estabilidad de los precios internos.

Finalmente, la habilidad de los gobiernos en seguir medidas apropiadas está limitada por la política democrática. La desintegración del Sistema de Bretton Woods a comienzos de los 70 normalmente es achacada al conjunto de políticas seguidas por Estados Unidos. Sin embargo, ese fracaso en las medidas se puede entender sólo recordando el dilema enfrentado por la Administración Johnson, en el que el Congreso no subiría los impuestos para pagar la cada vez más impopular Guerra de Vietnam sin hacer profun-

ner la soberanía monetaria y así la libertad para modificar el tipo de cambio nominal. La adhesión a una política monetaria común no homogeneizará completamente los shocks de demanda, puesto que pueden provenir tanto del lado fiscal así como del lado monetario. Tampoco prevendrá los shocks de oferta que son igualmente importantes en la práctica.

Además, se debería recordar que los grandes shocks fiscales y de oferta frecuentemente reflejan los shocks políticos, más allá del control de las autoridades responsables del manejo fiscal y monetario. Recuérdense los casos citados anteriormente sobre los problemas enfrentados por la Administración Johnson durante la Guerra de Vietnam y aquellos otros enfrentados por el gobierno de Kohl después de la reunificación alemana. Los shocks del petróleo de los 70, los shocks de oferta más grandes que han ocurrido recientemente, reflejaron asimismo los shocks políticos, la Guerra del Yom Kippur de 1973 y la Revolución Iraní de 1979.

Hay maneras de ajustarse a los shocks idiosincrásicos en un sistema de tipo de cambio fijo. En el documento que pone los términos del debate subsecuente sobre la definición de un área monetaria óptima, Robert Mundell demostró que los movimientos internacionales de mano de obra pueden compensar tales shocks, si se originan en la demanda o en la oferta³. En un documento muy anterior, James Ingram sugirió que los estabilizadores automáticos creados en los sistemas fiscales nacionales pueden amortiguar los efectos de los shocks producidos por ingresos y salidas que afectan a las regiones individuales⁴.

223

La movilidad de la mano de obra y las transferencias fiscales automáticas parecen ayudar mucho al ajuste de la balanza de pagos interregional en economías bien integradas como las de Estados Unidos y Canadá. Aquellas hacen menos costoso para las regiones de esos países abandonar la autonomía monetaria, el recurso de modificaciones del tipo de cambio y, en los Estados Unidos, el uso deliberado de políticas fiscales anticíclicas a nivel estatal. Pero no se puede esperar que contribuyan mayormente con el ajuste de la balanza de pagos dentro de la UE, que es la razón por qué la Unión Monetaria Europea sería bastante costosa en términos reales. Tampoco se espera que hagan

³ Robert A. Mundell, "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, nº 51 (septiembre 1961). Sin embargo, se debería notar que el shock particular en el que él se centró era simétricamente idiosincrático; suponía un cambio en la demanda entre las mercancías de dos países, lo que redujo la demanda de mano de obra en un país y aumentó en el otro.

⁴ James C. Ingram, "State and Regional Payments Mechanisms" *Quarterly Journal of Economics*, nº 73 (noviembre 1959). Las recientes aplicaciones están supervisadas y ampliadas en Tamin Bayoumi y Paul Masson, "Fiscal Flows in the United States and Canada: Lessons for Monetary Union in Europe", Fondo Monetario Internacional, 1991.

cambio. Además de esto, las expectativas extrapolativas han ampliado y prolongado los desalineamientos del tipo de cambio a mediano plazo lo que, a su vez, ha fortalecido las presiones proteccionistas. La incertidumbre acerca de los futuros tipos de cambio probablemente ha afectado la formación de capital de una forma tal que ha reducido la eficacia económica, y esa misma incertidumbre también puede explicar el por qué las balanzas comerciales se han ajustado tan lentamente a las modificaciones del tipo de cambio.

Hay así un buen motivo para tratar de limitar la inestabilidad del tipo de cambio y, lo que sería más importante, para buscar maneras de estabilizar las expectativas del tipo de cambio. ¿Pero cuán lejos se espera poder ir?

Quizá vale la pena preguntar qué se requeriría para recorrer todo el camino hasta el extremo opuesto —un sistema de tipo de cambio fijo, sin realineamientos. Para este propósito no importa si las tasas están completamente fijas o si se permite que fluctúen dentro de bandas estrechas. Lo que importa es la credibilidad del compromiso para abandonar futuros realineamientos. Esta cuestión se ha pensado mucho recientemente porque es la pregunta central planteada en el debate sobre los beneficios y los costos de la unificación monetaria europea.

222

Es imposible fijar firmemente el tipo de cambio sin sacrificar completamente la soberanía monetaria. La oferta monetaria de los países con el tipo de cambio fijo, tomados como grupo, se puede seleccionar en forma exógena y determinará el nivel general de precios en el largo plazo. Pero la oferta monetaria de cada país en forma individual se determinará en forma endógena de una manera consistente con el mantenimiento de la estabilidad del tipo de cambio. Los países involucrados pueden elegir seguir el conjunto de políticas monetarias impuestas por un solo líder, estar de acuerdo en obedecer una regla monetaria común, o establecer un solo banco central, el camino trazado por el Tratado de Maastricht. Pero no pueden seguir políticas monetarias diferentes por ningún período de tiempo sin que esto provoque una crisis del tipo de cambio e induzca así el colapso del sistema de tipo de cambio fijo.

La sumisión al requisito de disciplina monetaria impondrá shocks comunes de demanda en los países que participan en un sistema de tipo de cambio fijo². Pero no excluirá los shocks idiosincrásicos (asimétricos) del tipo de los citados en la literatura académica, como la principal justificación para rete-

² Sobre la definición y medición de shocks de oferta y demanda y hasta qué punto han sido asimétricos (idiosincrásicos), véase Yamin Bayoumi y Barry Eichengreen. "Shocking Aspects of European Monetary Unification", en Giavazzi y Torres, eds., *The Transition to Economic and Monetary Union in Europe*, (Cambridge y New York, Cambridge University Press, 1993).

- Debe definir las zonas o bandas dentro de las que el tipo de cambio se pueda mover libremente sin activar ninguna respuesta por parte de las políticas.
- Debe definir las obligaciones de los gobiernos involucrados cuando los tipos de cambio amenazan con superar los límites de las bandas.
- Debe definir las reglas o criterios para efectuar los realineamientos del tipo de cambio, lo que sirve para cambiar las bandas en sí mismas⁵.

Sin embargo, no es posible decidir cuán amplias deben ser las bandas sin considerar también las reglas o criterios que se usarán para modificarlas. Tampoco es posible escoger entre bandas “estrechas” y “amplias” sin considerar también las obligaciones de los gobiernos involucrados⁶. Algunas combinaciones de los acuerdos simplemente no resultarán.

Es imposible, por ejemplo, confinar el tipo de cambio estrictamente a sus bandas —para mantener bandas estrechas en lugar de bandas amplias— sin requerir que los gobiernos intervengan en los mercados de divisas cada vez que el tipo de cambio amenaza con traspasar el límite de su banda. Además, sería útil, e incluso necesario, reforzar los efectos de la intervención cambiando hacia las tasas de interés de corto plazo. Pero los cambios en las tasas de interés no tienen efectos suficientemente precisos para servir como defensores de primera línea para una banda estrecha del tipo de cambio. Sin embargo, cuando es necesario que intervengan los gobiernos, éstos deben tener suficientes reservas para hacerlo así o tener acceso abierto a los créditos de reserva de corto plazo. De otro modo, la intervención tendrá efectos perversos. Cuando se considera que un gobierno está agotando sus reservas y que no puede complementarlas, rápidamente se ejercen presiones especulativas que producen una crisis total del tipo de cambio.

También es imposible combinar bandas estrechas como las del Sistema de Bretton Woods o del SME antes de agosto de 1993, con realineamientos grandes y poco frecuentes. Cuando la magnitud de un realineamiento excede

⁵ Para un análisis detallado de estas características, de las que se extrae este breve análisis, véase B. Kenen, “*Managing Exchange Rates*” (London, Royal Institute of International Affairs, 1988), capítulos 3-4.

⁶ Los términos “estrechas” y “amplias” se utilizan para distinguir las bandas que nunca deben ser superadas (y por esto, deben ser defendidas mediante intervención) de las bandas que pueden ser ocasionalmente superadas pero no sin inducir a respuestas de política o, al menos consultas de política. En forma similar, las bandas pueden ser “ruidosas” o “silenciosas” en tanto que son conocidas por los participantes del mercado o conocidas sólo por el gobierno involucrado. Estas y otras características de los acuerdos sobre tipos de cambio están contrastadas en Jacob A. Frenkel y Morris Goldstein, “A Guide to Target Zones”, *International Monetary Fund Staff Papers*, 33 diciembre 1986.

una contribución significativa al ajuste de la balanza de pagos entre el G-3 (por ejemplo, Estados Unidos, Japón y la UE tomados conjuntamente).

El trabajo econométrico en la historia macroeconómica del G-3 demuestra que han experimentado shocks (simétricos) comunes. Un trabajo citado por Ohno, demuestra que los factores comunes explican dos tercios de la variación en la inflación y la mitad de la variación en el producto. En consecuencia, hay un argumento fuerte para la coordinación macroeconómica entre los principales países industrializados. Sin tal coordinación los gobiernos individuales podrían actuar demasiado tímidamente para neutralizar los shocks porque están limitados por la preocupación sobre los efectos sobre la balanza de pagos o el tipo de cambio al actuar de manera unilateral. (En forma alternativa, podrían actuar demasiado imprudentemente, porque no tienen en cuenta las consecuencias globales de la acción de sus socios). Sin embargo, la necesidad de una acción colectiva frente a los shocks comunes no evita la necesidad de una acción diferenciada, incluyendo la necesidad de modificaciones del tipo de cambio frente a shocks idiosincrásicos.

Volvemos inevitablemente a la búsqueda de un sistema de tipo de cambio estable pero ajustable, uno que evite o minimice el riesgo de grandes oscilaciones del tipo de cambio real producido por las interacciones entre los errores de las políticas y las expectativas volátiles, pero uno que no conduzca a la osificación del tipo de cambio nominal característico del Sistema de Bretton Woods y del Sistema Monetario Europeo de fines de los 80.

224

Esta fue la tarea que el Comité de los Veinte se fijó para sí a comienzos de los 70, junto con la tarea de desarrollar reglas o señales que condujeran a un mayor ajuste simétrico de la balanza de pagos. Sin embargo, la tarea es mucho más dura ahora debido al gran incremento en la movilidad de capitales que ocurrió en los 80. Los flujos de fondos a través de los mercados de divisas durante la crisis del SME de 1992 y 1993 fueron mucho mayores en términos reales que los flujos que cruzaron los mercados en la crisis final del Sistema de Bretton Woods, y la intervención necesaria para compensarlos parece haber tenido efectos a corto plazo más grandes sobre las ofertas monetarias nacionales tanto en las naciones superavitarias como en las deficitarias.

Los Elementos de la Reforma

Un régimen de tipo de cambio que busca reducir la inestabilidad a corto plazo y el riesgo de grandes desalineamientos a mediano plazo debe cumplir tres objetivos:

de precios relativos⁸. Esta regla no se debería usar mecánicamente. Esto protegería los tipos de cambio reales de las modificaciones y las modificaciones en el tipo de cambio se necesitan para enfrentar los shocks reales. Pero presuntamente puede usarse para establecer una estructura para efectuar pequeños realineamientos regularmente. Los gobiernos tendrían que decidir deliberadamente “omitir” un realineamiento y así apoyar una modificación en los tipos de cambio reales.

¿Cuánto deben saber los mercados sobre estos acuerdos? No habría ninguna necesidad de que los mercados supiesen las reglas o criterios usados para los realineamientos. Se necesitaría saber que los realineamientos se producirían frecuentemente pero que serían bastante pequeños. De hecho, sería difícil mantener esta práctica en secreto, aún cuando los participantes del mercado no estuviesen totalmente informados sobre los criterios. Sin embargo, existe un argumento fuerte para decir algo más a los mercados, que los gobiernos prometan que actuarán decididamente para evitar que los tipos de cambio sobrepasen sus bandas.

Acuerdos como los del Louvre que incluyen compromisos menos definidos, no son suficientemente firmes para estabilizar las expectativas de cambio. Cuando los gobiernos del G-7 entraron en el Acuerdo del Louvre querían conservar su credibilidad siendo deliberadamente vagos y evitando compromisos que podrían no estar dispuestos a cumplir. Quizá esa fue la manera correcta de empezar. No obstante, los gobiernos del G-7 se expusieron a dos riesgos serios.

227

Por un lado, los compromisos imprecisos como los del Acuerdo del Louvre pueden conducir a desacuerdos entre los mismos gobiernos y éstos pueden minar la confianza del mercado en los compromisos gubernamentales. Eso es lo que sucedió en octubre de 1987, en vísperas de la quiebra de la Bolsa cuando James Baker, Secretario del Tesoro de Estados Unidos, objetó el crecimiento en las tasas de interés alemanas puesto que era inconsistente con el Acuerdo del Louvre.

Por otro lado, los compromisos imprecisos pueden tentar al mercado de divisas a tener su propia versión de las reglas de los gobiernos y luego comprobar el compromiso de los gobiernos hacia ellos. Cuando los gobiernos no logran el comportamiento esperado, lo que es casi seguro que ocurra, el mercado podría no revisar su propia versión deducida de las reglas de los gobiernos. Se podría concluir en cambio que los gobiernos han retrocedido.

⁸ John Williamson y Marcus H. Miller, “Targets and Indicators: A Blueprint for the International Coordination of Economic Policies” Washington, Institute for International Economics, 1987.

la amplitud de las bandas, de tal modo que la banda nueva y la antigua no se superponen, cualquiera que apueste correctamente por el realineamiento gana la apuesta automáticamente. En tanto más reducida sea la banda más pequeña será la pérdida que se puede sufrir si el realineamiento no se produce. Un sistema que permite grandes realineamientos pero impone bandas estrechas se dice que ofrece apuestas en una sola dirección, que pueden, a su vez, convertirse en pronósticos autocumplidos. Al desaparecer las reservas de los gobiernos éstos se verán forzados a realizar un realineamiento.

Esta falla se puede corregir aumentando la frecuencia de los realineamientos, de manera que cada uno de éstos pueda ser pequeño, y ampliando las bandas, de tal manera que las bandas nuevas y las antiguas se superpongan después de cada realineamiento⁷. Una banda de 2 1/2 por ciento de margen en cada lado de una tasa central (paridad) puede así acomodar realineamientos de un 5 por ciento de amplitud, y éstos a su vez, pueden sumar más del 20 por ciento anualmente si se efectúan cuatro veces al año.

No es suficiente, sin embargo, limitar el tamaño de los realineamientos. También es necesario modificar las actitudes hacia éstos. Los gobiernos y los mercados deben considerarlos como acontecimientos normales, no como remedios de último recurso para los “desequilibrios estructurales” o admisiones de fracaso de las políticas.

226

Los realineamientos fueron casi “normalizados” en los primeros años del SME, cuando éstos ocurrían con frecuencia. Pero fueron considerados en forma muy diferente a fines de los 80, cuando el tipo de cambio fijo se consideró como una “tecnología de compromiso” para adquirir credibilidad. Los gobiernos deben aprender a no prometer nunca que no devaluarán. Y cuando logren tener en cuenta este asunto, alguien debería empezar a preguntar “¿por qué no?” en vez de preguntar “¿por qué ahora?”. Sería mejor realinear equivocadamente —las equivocaciones se pueden revertir— que posponer cualquier acción hasta que sea absolutamente obvio para cada participante del mercado que un realineamiento es inevitable y que se necesitan muchos para compensar el tiempo perdido.

Una regla propuesta por Williamson y Miller podría ser útil aquí. Se exigiría efectuar realineamientos cada vez que hubiera cambios en los niveles

⁷ La experiencia de Italia en el SME casi logró estos criterios; véase el apéndice de Kenne, *Managing Exchange Rates*, en que también se puede comprobar que 99 de los 137 cambios en las tasas centrales bilaterales producidas por los realineamientos en el SME antes de 1992 fueron menos que la amplitud de las bandas correspondientes y que todos los cambios habrían sido menores que la amplia banda adoptada inicialmente por Italia (y por Portugal, España y el Reino Unido cuando se incorporaron al mecanismo del tipo de cambio).

cambio alcance el borde de su banda debería inducir a la especulación sobre la estabilización, lo que puede incluso obviar la necesidad de intervención¹⁰. El trabajo empírico del modelo de Krugman no ha confirmado su suposición, pero ha aducido dos razones para la ausencia de la relación requerida entre el comportamiento de los “principios” y el comportamiento del tipo de cambio real. En primer lugar, las anticipaciones de futuros realineamientos han dañado la credibilidad de las bandas existentes. En segundo lugar, las extensas intervenciones intramarginales han tendido a mantener los tipos de cambio y así protegerlos del comportamiento pronosticado por el modelo de Krugman¹¹. Sin embargo, ese modelo y sus múltiples consecuencias llevan a preguntarse por qué cualquier acuerdo menos transparente que una banda estrecha y ruidosa puede tener algún impacto significativo sobre el comportamiento del tipo de cambio.

Lecciones de la Crisis del SME

Un acuerdo del tipo descrito anteriormente, basado en la firme defensa de las bandas de tamaño medio combinadas con los frecuentes realineamientos, recuerda el del SME en sus primeros años y, por consiguiente, evoca una objeción familiar. Se dice que el SME dependía crucialmente del control de capitales para refrenar la especulación y que se habría desmoronado sin ellos. De hecho, la subsecuente transformación del SME a un sistema de tasa virtualmente fija fue una respuesta tácita a esa hipótesis. Como el control de capitales era débil, lo que expuso al SME a las presiones más especulativas, fue imposible realinear el tipo de cambio. Además, se dice, que las crisis de 1992 y 1993 demuestran lo que debe suceder en cualquier acuerdo cuando se abandona el control de capitales pero los realineamientos no están descartados.

Estos puntos de vista no se pueden obviar. Pero no se debe exagerar el alcance o el rigor de los controles de capitales que prevalecía a comienzos de los 80. Estos ayudaron a retener las presiones especulativas, pero eran

¹⁰ Paul Kugman, “Target Zones and Exchange Rate Dynamics” *Quarterly Journal of Economics*, n° 106 (agosto, 1991); sobre la literatura subsecuente, véase Lars E. O. Svensson, “An Interaction of Recent Research on Exchange Rate Target Zones”, *Journal of Economic Perspectives*, n° 6 (otoño 1992).

¹¹ Sobre la influencia de los realineamientos, véase Giuseppe Bertola y Ricardo J. Caballero, “Target Zones and Realignment”, *American Economic Review*, n° 82 (junio 1992); sobre la influencia de la intervención intramarginal, véase Kathryn M. Domínguez y Peter B. Kenen “Intramarginal Intervention and the Target-Zone Model of Exchange-Rate Behaviour”, *European Economic Review*, n° 36 (diciembre 1992).

Los compromisos imprecisos tienen una atractiva característica. Los gobiernos pueden formular las obligaciones de la política correspondiente como declaraciones amplias sobre sus intenciones. Ellos no necesitan comprometerse para intervenir en el mercado de divisas. Pero los desfases en los procesos de elaboración de medidas de política hacen muy difícil monitorear la implementación de las declaraciones sobre políticas futuras. Y es aún más difícil incluso traducirlos en pronósticos precisos sobre futuros tipos de cambio, pronósticos que influenciarán los mercados de divisas y los ayudarán así a estabilizar los tipos de cambio. Lo que los gobiernos prometen hacer directamente en los mercados de divisas podría tener mucha mayor influencia que lo que prometieron hacer respecto de las tasas de interés o las tasas de impuestos. Deben comprometerse a intervenir, no simplemente prometer conducir sus políticas monetarias y fiscales de una manera vagamente consistente con la estabilidad del tipo de cambio.

228

Recientemente, se ha escrito mucho sobre la efectividad de la intervención y, lo que sería más importante, sobre los efectos de los compromisos para intervenir, como algo distinto de la actual intervención. Con las intervenciones de los 70 y de comienzos de los 80, se concluyó que no se pueden afectar los tipos de cambio a menos que se afecte la oferta monetaria en uno o dos países involucrados. En otras palabras, la intervención esterilizada, que no afecta la oferta monetaria, no es efectiva. Pero la investigación realizada a fines de los 80, que cubre la intervención convenida que resultó de los Acuerdos del Plaza y del Acuerdo Louvre ha llegado a conclusiones bastante diferentes. La intervención puede ser eficaz, incluso si es esterilizada, cuando posee información sobre los puntos de vistas de los gobiernos involucrados y presumiblemente sobre sus intenciones de política. En consecuencia, es más probable que sea eficaz cuando se emprende en forma conjunta, porque la intervención convenida implica que los gobiernos participantes sostienen puntos de vistas similares sobre el tipo de cambio⁹.

Las investigaciones sobre los efectos de los compromisos para intervenir empezaron con un documento de Paul Krugman, en el que demostró cómo las bandas “estrechas” y “ruidosas” del tipo de cambio pueden afectar las expectativas y, por consiguiente, el comportamiento real del tipo de cambio; la firme anticipación de una intervención oficial cada vez que un tipo de

⁹ Véase Kathryn M. Domínguez y Jeffrey A. Frankel, “Does Foreign Exchange Intervention Work?” (Washington, Institute for International Economics, 1993) y Pietro Catti, Giampaolo Galli y Salvatore Rebecchini, “Concerted Intervention and the Dollar: An Analysis of Daily Data”, en Kenen, Papadia y Saccomanni, eds., *The International Monetary System* (Cambridge and New York, Cambridge University Press).

automaticidad de los acuerdos de crédito de apoyo al SME. Nadie podría haber dejado de notar que en los informes sobre la crisis de 1992 preparados por el Comité Monetario y el Comité de Gobernadores de Bancos Centrales se había declarado que se esperaba que ningún banco central debería proporcionar crédito de reserva en cantidades que minaran su política monetaria. Además, el costo para Francia de defender el franco se había vuelto muchísimo más alto, un hecho subrayado por los dos eventos que precipitaron la crisis de 1993. Un nuevo pronóstico para la economía francesa fue inesperadamente oscuro, y la esperanza de una temprana reducción de las tasas de interés francesas murió repentinamente cuando el Bundesbank dejó de reducir su tipo de descuento antes de las largas vacaciones de agosto.

Finalmente, y lo más importante, aquellos que dicen que el control de capitales protegía al SME de crisis de tipo de cambio a comienzos de los 80, parecen creer que los controles libres y permeables de capital estaban en condiciones de “penetrar” de repente en los flujos de capitales precisamente cuando los inversores tenían el más apremiante incentivo para evadirlos. Esto no es creíble. Los controles eran ciertamente útiles para abrir una brecha entre las tasas de interés externas e internas sobre los activos en francos franceses, pero el tamaño de la brecha era atribuible en parte a otras acciones del Banco de Francia, incluyendo su propia solicitud de préstamo en el mercado exterior. Por otra parte, la brecha reapareció en 1993, más aún, mucho después de que el control de capitales se hubiese abolido.

231

Hay, por supuesto, un corolario para estos argumentos. Un sistema monetario del tipo propuesto anteriormente, no se puede inmunizar contra las crisis periódicas, incluso cuando se limita la magnitud de los realineamientos, a menos que se defienda para líneas de crédito de reservas ampliables. Este hecho, por supuesto, hace surgir un difícil problema. Algunos de los principales países industrializados podrían no estar preparados para efectuar compromisos ampliables con Estados Unidos, porque creen que éste abusó por el rol del dólar en el Sistema de Bretton Woods y que no se le debería creer en el momento de efectuar un uso prudente de grandes créditos de reserva.

Simetría, Disciplina y Todo lo Demás

El problema fundamental de “simetría” no se puede resolver, sin embargo, aplicando firmes restricciones crediticias o reglas de política para “disciplinar” un país recalcitrante. El famoso caso de Francia, que cambió dramá-

menos importantes a este respecto que los acuerdos sobre la reserva crediticia del SME, el derecho de cada país participante a solicitar un préstamo de cantidades ilimitadas en moneda de sus socios cada vez que se requirieran aquellas monedas por una intervención obligatoria y, por consiguiente, evitar la crisis del tipo de cambio que resultase de la “huida” de las propias reservas del país.

La crisis del SME de 1992 parecería contradecir esta interpretación. Los controles de capitales se retiraron, los acuerdos sobre el crédito permanecieron y, sin embargo, hubo una crisis masiva del tipo de cambio. Pero se deben considerar tres aspectos relacionados con esta crisis.

En primer lugar, el control de capitales que prevalecía a comienzos de los 80, no habría prevenido la crisis de 1992. La “huida” de reservas italianas y británicas reflejó un éxodo de capitales extranjeros, cuya entrada y salida no habría sido restringida por el control de capitales a comienzos de los 80; los controles se aplicaron principalmente a los residentes en lugar de los extranjeros.

230 En segundo lugar, la temprana entrada de aquellos fondos se debe haber basado en la suposición de que los tipos de cambio no se modificarían —que el SME se había transformado en un sistema de tipo de cambio verdaderamente fijo— haciéndolo perfectamente seguro para tomar una posición larga en monedas tales como la lira y la libra. Si hubiese habido una historia reciente de pequeños pero regulares realineamientos, se podría haber trasladado menos dinero a la lira y la libra, quedando menos para sacar cuando cambiaron las expectativas.

En tercer lugar, la crisis fue inevitable cuando las declaraciones de ciertos funcionarios fueron interpretadas como que el Bundesbank podría no seguir prestando marcos alemanes a sus socios, lo que minó el propósito de los acuerdos de crédito. Nadie ha acusado al Bundesbank de dejar de cumplir sus obligaciones pero se le culpa de sugerir que podría hacerlo. Por el contrario, cuando el Bundesbank prometió defender generosamente el franco francés el resultado fue diferente¹².

La fuerza de este último argumento no está viciada por el destino del franco en 1993. En ese momento, los mercados tenían razón en cuestionar la

¹² Sin embargo, debería notarse que las situaciones francesas y británicas difieren fundamentalmente. Los acuerdos internos en Francia, reforzados por la “persuasión moral” por el Banco de Francia, aislaron al público francés del aumento de las tasas de interés, pero los acuerdos institucionales en Gran Bretaña amenazaron con subir las tasas de interés a lo largo de toda la línea, principalmente, las que incluyen las tasas sobre los créditos hipotecarios.

La Agenda de Reformas

Perspectiva desde

Europa

Los dos artículos que se presentan a continuación analizan desde la perspectiva europea la inestabilidad financiera internacional.

José García Solanes examina la movilidad internacional de capitales en la Unión Europea mediante regresiones entre los flujos de ahorro e inversión, siguiendo el método de Feldstein y Horioka, y cálculos sobre la paridad de intereses cubierta. Los resultados a los que llega revelan que el grado de movilidad es muy elevado y que por lo tanto no cabe hablar de la paradoja F-H en los países de la zona, concluyendo que los tipos de interés reales nacionales tienden a igualarse a largo plazo.

Por su parte, **Santiago Fernández de Lis** y **Javier Santillán**, abordan los problemas relacionados con la implantación de una unión monetaria en Europa. Cuando parecía que la consecución de ese objetivo estaba cercana, una serie de hechos quebró el optimismo. La cesión de soberanía a las autoridades supranacionales y

ticamente su política interna a comienzos de los 80, no contradice esta proposición básica. Francia no reversionó su política económica debido a la disciplina impuesta por el SME, sino debido a los costos políticos y económicos de abandonar y el hecho de permitir que el franco flotase fue considerado muchísimo más costoso que el hecho de abandonar el “avance rápido de crecimiento” y aceptar las restricciones impuestas por el SME. Si Francia hubiera abandonado el SME, habría quedado en una posición muy pobre para seguir sus objetivos en la CE y su más amplia agenda de política exterior.

Cada uno de los países del G-7 tiene su propia agenda política, y éstas no están tan estrechamente interrelacionadas como las de los países de la UE. Los países del G-7 no están unidos por ningún compromiso político anterior para la formación de nuevas instituciones o un conjunto común de objetivos de política exterior. Con el final de la guerra fría, de hecho, los objetivos económicos y políticos de los países del G-7 podrían oponerse, no coincidir, y los objetivos comunes de los países del G-7 dispondrán de menos apoyo dentro de cada país que los objetivos individuales de aquellos países.

A largo plazo los países del G-7 podrían estar en condiciones para estar de acuerdo con un régimen del tipo de cambio más riguroso, respaldado por una comprensiva coordinación de política, pero no pueden lograr ese objetivo a menos que y hasta que cada uno de ellos haya mejorado su propios procesos de elaboración de medidas de política. Hasta que no puedan hacer sus políticas fiscales más flexibles, no pueden permitirse dedicar sus políticas monetarias a la persecución de la estabilidad del tipo de cambio. La intervención en los mercados de divisas, por sí misma, no puede proporcionar estabilidad duradera del tipo de cambio, tan útil como pueda ser en el logro de estabilidad a corto plazo.

Los acuerdos sobre el tipo de cambio propuestos en este documento pueden ayudar a estabilizar las expectativas del tipo de cambio y efectuar ajustes del tipo de cambio más metódicos. Pero no pueden y no debería esperarse que impusieran obligaciones de política, de una manera tal que disipara completamente la necesidad de modificaciones del tipo de cambio en el futuro. Por otra parte, si el tipo de cambio se fija muy ajustadamente, las tensiones comerciales y los desequilibrios que perturban las relaciones entre los países del G-7 —especialmente las que afectan a las relaciones entre Japón y los otros— surgirán en cambio, en el escenario de la política comercial, donde pueden hacer mucho más daño a los países involucrados y a toda la economía mundial.

Movilidad Internacional de Capital en la Unión Europea(**)

Introducción

Los movimientos internacionales de capitales han aumentado sustancialmente en el marco de los países occidentales a partir de la segunda mitad de los años ochenta. El incremento se ha hecho patente tanto en los flujos de inversión directa como en los de más corto vencimiento, y en él se han visto involucrados todo tipo de agentes económicos. Así, las empresas multinacionales encuentran ahora menos obstáculos para crear filiales más allá de las fronteras del país de la casa matriz, los gobiernos y multitud de organismos privados recurren, con mayor frecuencia que antes, a los mercados financieros internacionales para resolver los desfases que surgen entre sus ingresos y gastos, y, en fin, muchos operadores internacionales hacen uso de la facilidad que les ofrecen los mercados de divisas para mover cantidades ingentes de fondos de unos países a otros, en espacios de tiempo muy breves, cuando sospechan que se van a producir ajustes de las paridades oficiales de los tipos de cambio.

235

Esta creciente interpenetración de los mercados financieros es el fruto de factores muy variados, entre los que podemos resaltar los programas liberalizadores que se han ido poniendo en práctica en un número cada vez mayor de países, la aparición de una gama muy extensa de nuevos instrumentos y operaciones financieras, y, finalmente, la reducción sustancial de los costes de transacción y de información que deben soportar los agentes económicos cuando realizan transacciones financieras internacionales.

(*) Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de Murcia. Junio de 1995.

(**) Expreso mi gratitud a Analistas Financieros Internacionales por haberme facilitado datos estadísticos que han sido utilizados en la realización de algunos test que se presentan en este trabajo. Así mismo, agradezco la valiosa ayuda de investigación y asistencia informática de Isabel Gil, Antonio Segado, José García Ruis y Ramón María Dolores.

la crisis del Sistema Monetario Europeo han hecho que se replantee toda la estrategia. En su opinión, los problemas a los que habrá que prestar atención en el proceso hacia la constitución de la unión monetaria son los relacionados con la aparición de inestabilidad en los mercados cambiarios hasta que se fijen de manera definitiva las paridades y aquellos otros ligados a la credibilidad del carácter irrevocable de tal decisión.

movilidad de los capitales a través de las fronteras de los países de la Unión Europea (UE) en el período reciente que va desde 1986 hasta el último año para el cual disponemos de datos: 1993 para unos test y 1994 para otros. Nos interesa, sobre todo, averiguar hasta qué punto se puede hablar de la paradoja de Feldstein y Horioka (F-H en lo sucesivo) en el marco de estos países y en el período en el que circunscribimos este trabajo, y cuáles son los factores que pueden explicar los resultados de nuestras deducciones. Un punto inicial de referencia se encuentra en los trabajos de Frankel (1993) y Bacchetta (1990). En el primero se obtiene que la paridad de intereses cubierta se cumple de manera muy precisa en la mayoría de países de la UE a partir de 1988. El segundo presenta evidencia de que el coeficiente de correlación entre el ahorro nacional en términos del producto nacional bruto y la inversión interna, también en términos del PNB, de los países de la UE, excepto España y Portugal, alcanzó solamente 0,36 en el período 1980-86, lo que representa una reducción sustancial con respecto a períodos anteriores. A tenor de estos datos, la paradoja FH ya habría perdido mucha fuerza en la primera mitad de los años ochenta. Si tenemos en cuenta que a partir de 1987 se aceleró el proceso de liberalización de los movimientos de capitales en el marco de los países de la UE, como consecuencia de la constitución y puesta en práctica del Mercado Único Europeo, es razonable esperar que la paradoja habrá estado totalmente ausente en los años más recientes (1986-1993).

237

Tal como se ha resaltado anteriormente, los resultados pueden variar según la clase de test que se realiza, y la definición de movilidad de capitales que se utilice. En el presente trabajo adoptamos una definición amplia, y, de acuerdo con ella, consideramos que la movilidad de capitales se refiere a la capacidad, de la que gozan los agentes económicos, para utilizar los mercados financieros internacionales, a fin de poner en práctica sus decisiones óptimas de consumo y de inversión. Esta definición implica a todos los agentes privados y públicos y a todas las clases de movimientos de capital. Una elevada movilidad, así entendida, queda reflejada en cualquier clase de test. Los test que aquí realizamos son de dos tipos: por una parte, regresiones entre los flujos de ahorro y de inversión, ambos en términos del PIB, tanto en sentido transversal para el grupo de doce países que constituían la UE antes de la última ampliación, como en sentido temporal para cada uno de los países que componen ese grupo. Por otra parte, realizamos cálculos del diferencial de intereses cubierto en seis países individualmente considerados: Alemania, Bélgica, España, Francia, Italia y Reino Unido. En esta segunda clase de análisis utilizamos un grupo de países más reducido que en

A pesar de que el avance en los intercambios financieros internacionales ofrece pocas dudas, y de que su reflejo estadístico queda bien patente en los documentos oficiales, sigue siendo objeto de discusión la forma de valorar el grado de movilidad internacional de los capitales, y causa cierto desconcierto el que los resultados de estas valoraciones varíen mucho en función de la clase de test que se aplique. Las opiniones van desde aquellos que consideran que los mercados financieros de los países industrializados ya habían conseguido un alto grado de integración en 1988 (Frankel 1993), hasta los que creen que la integración financiera de los países es menor ahora que hace un siglo (Williamson 1991). La polémica se inició con el conocido trabajo empírico de Feldstein y Horioka (1980), según el cual, en un grupo de 23 países de la OCDE, las variaciones del ahorro nacional condicionaron fuertemente las variaciones de la inversión interna, en el curso de los años 1960-1973. Esto pone de manifiesto que la movilidad de fondos entre ese grupo de países fue, en contra de los pronósticos más generalizados en aquél momento, prácticamente inexistente en el período que esos autores analizaron. Ese trabajo dió pie a múltiples estudios posteriores para rebatir o explicar unas conclusiones que muchos consideran sorprendentes, tanto más por cuanto que están en contradicción con los resultados favorables a la movilidad que se deducen de los análisis sobre el cumplimiento de la paridad de intereses cubierta en la mayoría de países. Los estudios de Bacchetta (1990) y Obstfeld (1993) ofrecen una panorámica bien documentada de todos estos desarrollos.

El tener una idea suficientemente precisa del grado de movilidad internacional de los capitales es muy importante por varias razones. Primero, porque nos informa tanto de la medida en que los agentes económicos pueden aprovecharse de los beneficios que aportan esos flujos financieros, como de las restricciones que los mismos imponen a la efectividad de las políticas macroeconómicas. Segundo, porque el sentido y la validez de las propuestas que se hacen para remodelar o cambiar el Sistema Monetario Internacional u otro sistema cambiario más local, como el Sistema Monetario Europeo (SME), dependen mucho de la movilidad que se suponga a esta clase de flujos. Finalmente, el grado de movilidad de los capitales condiciona la confección de modelos macroeconómicos y los resultados de las medidas de política económica que en los mismos se obtienen. Así, es muy importante saber si el supuesto de movilidad perfecta, que está incorporado en la mayoría de los modelos de macroeconomía abierta, se aleja mucho de la realidad o no, o si sería más apropiado algún otro supuesto alternativo.

El objetivo principal de este trabajo consiste en analizar el grado de

Pagos del Fondo Monetario Internacional. Toda la inversión directa está agrupada en una sola categoría. En lo que respecta a la inversión de cartera, los volúmenes registrados se han agrupado en variaciones en las posiciones de tres clases de títulos: bonos del gobierno, bonos privados y acciones. Los movimientos de corto plazo corresponden a la constitución o supresión de depósitos bancarios. En la medida de lo posible, se ha separado entre variaciones de posiciones acreedoras y modificaciones de posiciones deudoras, a fin de captar tanto los movimientos que reflejan una entrada, como aquellos que suponen una salida en cada uno de los países que incluimos en el trabajo. Consideramos que esta manera de proceder nos da una información más fidedigna, pues cuando solo se tienen en cuenta los flujos netos, y la compensación entre las entradas y las salidas es notable, se llega fácilmente a conclusiones erróneas sobre la relevancia de los movimientos de capitales.

Sumando los valores de las salidas, por una parte, y de las entradas, por otra, obtenemos las salidas y las entradas totales de cada categoría. Los resultados de estos cálculos se presentan en la parte inferior de cada uno de los tres grandes clases de flujos de capital de esa Tabla.

En el Gráfico 1 se representan las entradas y las salidas de las tres categorías de movimientos de capitales para cada uno de los doce países. A efectos de comparación de las trayectorias de los flujos de los distintos países, téngase presente que la escala del eje de ordenadas es mayor en el caso de los tres países de dimensión más reducida, Irlanda, Portugal y Grecia. La primera característica que llama la atención es que en casi todos los países se ha producido un aumento sostenido del volumen de los flujos a lo largo de todo el período. El momento en el que se puso en práctica la liberalización total de los movimientos de capitales influyó, sin duda, en la evolución de los flujos. Así, en Bélgica, Francia e Italia, que decretaron la liberalización entre 1988 y 1990, el cambio de tendencia se produjo antes que en España e Irlanda, que liberalizaron más tarde (en febrero de 1992 y enero de 1993, respectivamente). Los países que gozan de liberalización desde hace mucho más tiempo, tales como Alemania (1974), Holanda y Reino Unido (1979) presentan rasgos más uniformes en la evolución de las magnitudes de los flujos internacionales de capitales. Portugal y Grecia todavía mantenían controles en 1993, y por esa razón las magnitudes y la volatilidad de los flujos que se reflejan en sus balanzas de pagos son muchísimo más modestas que en el resto de países.

Relacionando el volumen de las transacciones financieras internacionales de cada país con algún agregado macroeconómico del mismo, podemos obtener un índice de la apertura financiera relativa de las distintas economías. En la Tabla 2 se presentan, en porcentaje, los valores del cociente entre la suma

la primera, como consecuencia de las dificultades con las que nos hemos encontrado para obtener datos de frecuencia mensual (que son los que aquí manejamos) en el caso de algunos países. De todos modos, creemos que el grupo es suficientemente representativo, porque incluye una variada gama de economías en lo que respecta a la velocidad de avance en el proceso de liberalización financiera internacional.

Los resultados que obtenemos indican que la paradoja FH no existe en los países de la UE en el período reciente de análisis, porque los dos grupos de test apuntan a que la movilidad de capitales es muy elevada, sobre todo en los análisis multipaís con cálculos de sección transversal. Si ello es así, las discrepancias que puedan surgir entre los flujos de ahorro y de inversión en los países de la zona, se resuelven con el concurso de los mercados internacionales. Nuestros resultados también indican que, a pesar de ello, los tipos de interés reales nacionales no se igualan a corto plazo, aunque sí presentan una tendencia hacia la igualación a medio plazo. Esto último se deduce del hecho de que en la UE se cumple la paridad de poder adquisitivo en términos relativos a medio plazo y en sentido transversal, lo cual indica que los tipos de cambio reales no siguen un paseo aleatorio, y que, en consecuencia, existen expectativas de modificación de esas variables a corto plazo. Estas expectativas de variación de los tipos de cambio reales son las responsables principales de que no se produzca la igualdad entre los tipos de interés reales nacionales.

238

El desarrollo de este trabajo continúa en la sección 2 con el análisis de la evolución de los flujos internacionales de capitales en cada uno de los países de la UE, prestando atención a una gama variada de movimientos. En la sección 3 se llevan a cabo los dos grupos de test sobre el grado de movilidad de los capitales y se comparan y comentan los resultados. En la sección 4 se presentan las conclusiones más importantes y se deducen algunas implicaciones para las políticas macroeconómicas.

Movimientos de Capitales

La Tabla 1 presenta el desglose de las principales categorías de movimientos de capitales privados que se han registrado en cada uno de los países de la UE, con datos anuales del período 1986 a 1993. Se ha hecho una clasificación a tenor de la longitud del vencimiento, distinguiendo entre inversión directa, inversión de cartera, y movimientos de corto plazo. Hemos utilizado, como fuente primaria de datos, el Anuario de Estadísticas de la Balanza de

La otra cara de la moneda se presenta en Francia, Dinamarca y, especialmente, en España. En estos tres países se redujeron las entradas y aumentaron las salidas de los movimientos con vencimiento más corto, en el año 1992. En el año siguiente, los reajustes cambiarios indujeron una atenuación de las presiones, salvo en España, donde la salida de depósitos bancarios siguió actuando con fuerza. Los restantes países con moneda “débil” sintieron mucho menos las presiones especulativas, materializadas en movimientos de capitales de corta duración, bien porque abandonaron el Mecanismo de Cambios e Intervención del SME (Italia y Reino Unido), bien porque continuaban con controles sobre los movimientos internacionales de capitales en esos años (Portugal, y, sobre todo, Grecia).

Finalmente, la información que contiene la Tabla 1 permite deducir cuáles son los títulos que sirven, preponderantemente, de vehículo en las inversiones de cartera. La situación varía de un país a otro. En lo que respecta a las salidas, los bonos privados son los títulos que se han venido utilizando con mayor frecuencia y profusión en Alemania, Bélgica, España, Francia, Irlanda, Italia y Reino Unido. Sin embargo, las acciones han conocido un fuerte despegue desde 1991 en Alemania, y, en Portugal, constituyen, prácticamente el único título por el que se canalizan las salidas en la categoría de inversiones de cartera. En lo que respecta a la materialización de las entradas, las acciones son una vía importante en Bélgica, España, Francia (desde 1992) Portugal y Reino Unido. Los bonos públicos también son relevantes España, Francia, Irlanda, Reino Unido, y Bélgica desde 1992. Holanda es el único país que manifiesta una combinación relativamente equilibrada de los tres títulos más importantes, bonos del gobierno, bonos privados y acciones, tanto en las entradas como en las salidas.

La conclusión principal de esta sección es que los movimientos internacionales de capitales se han intensificado notablemente a partir de mediados de los años ochenta en todos los países de la UE, con la excepción de Grecia que sigue siendo un país cerrado desde el punto de vista financiero. Como consecuencia de esto, cabe esperar que, en el área que conforman estos países, la integración financiera haya alcanzado un nivel importante. Si esto es así, la aplicación de los principales test que calibran el grado de movilidad internacional de los capitales a este área, y para el período que es objeto de nuestro análisis, debería arrojar unos resultados netamente más favorables que los que obtuvieron otros autores en el contexto de períodos anteriores. En la sección siguiente presentamos los resultados de nuestras propias aplicaciones empíricas.

de las entradas totales y salidas totales de movimientos de capitales (los que están incluidos en la Tabla 1), y el producto interior bruto de cada país. Las cifras están referidas al año 1993. Los cálculos permiten que distingamos un grupo de países muy abiertos, con un porcentaje superior al 25 por ciento, compuesto, en orden decreciente de apertura, por Bélgica-Luxemburgo, Irlanda, Reino Unido y Dinamarca. Existe un segundo grupo de países al que podemos asignar un grado de apertura intermedia, con cifras comprendidas entre el 16 y el 11 por ciento. Lo componen España, Holanda, Alemania, Francia, Portugal e Italia. Finalmente, encontramos Grecia, un país al que sin duda podemos calificar de muy cerrado en términos financieros, porque el porcentaje de sus movimientos internacionales de capitales, en relación a su PIB, no alcanza ni siquiera el 2 por ciento. No hay la menor duda de que los fuertes controles sobre los movimientos de capitales, que todavía prevalecían en 1993 en este último país, son los responsables principales de esta circunstancia.

240

Como cabía esperar, los flujos más volátiles son los de vencimiento más corto (depósitos bancarios e inversiones de cartera), mientras que los que presentan oscilaciones más largas y graduales son los movimientos de inversión directa. Un rasgo importante es que, en casi todos los países, las trayectorias de las entradas y salidas de, al menos algunas clases de movimientos, presentan una simetría notable. Esta circunstancia hace que el saldo neto (entradas menos salidas) de cada categoría sea poco indicativo del valor auténtico de los movimientos.

La observación de la evolución de los movimientos de capitales a corto plazo nos indica claramente cuáles son los países que tuvieron mayor poder de atracción de fondos especulativos, y cuáles los que sufrieron salidas más acentuadas de esta clase de fondos en el curso de los años 1992 y 1993 en los que el SME experimentó una fuerte crisis. Así, tal como sabíamos, Alemania fue un importante refugio tanto para los movimientos de depósitos bancarios como para las inversiones de cartera en 1992. Se observa, en efecto, un aumento de las entradas acompañado por una reducción de las salidas en cada una de esas dos clases de movimientos. En 1993, sin embargo, se detecta un fuerte aumento de las salidas y una considerable disminución de las entradas de depósitos bancarios, que obedecen, sin duda, a la realización de beneficios especulativos, una vez culminados los reajustes de los tipos de cambio de la primera parte del año, de los cuales el marco alemán salió notablemente revalorizado. Esta característica de refugio, susceptible de surgir en los momentos de turbulencias en los mercados de cambios, no se observa en ningún otro país de la UE.

capitales, tales como las restricciones de crédito impuestas a agentes foráneos, la inexistencia de una gama completa de activos y/o de mercados, la sustituibilidad imperfecta de las fuentes de financiación en una perspectiva internacional, etc. Así, por ejemplo, si el riesgo país es prácticamente cero en los tipos de interés de las letras del Tesoro con vencimiento de tres meses, pongamos por caso, ello garantiza que el tipo de rendimiento de estos títulos es el mismo para todos los agentes que los mantienen, independientemente del país en que residan; y que cualquier comprador o vendedor de estos títulos (que no represente por sí solo una parte importante de la demanda u oferta total del mercado internacional) los puede cambiar por dinero en todo momento y en cualquier país sin sufrir pérdidas de capital.

Sin embargo, la anterior circunstancia no garantiza que un poseedor de letras del Tesoro a tres meses pueda cambiar estos títulos por otros que tengan vencimiento diferente, por ejemplo bonos de un gobierno extranjero a cinco años, sin, por lo menos, sufrir pérdidas de capital. Incluso podría darse el caso de que el activo o el mercado deseado no existiese; por ejemplo, bonos de un gobierno extranjero a 79 meses. Las dificultades de sustitución son todavía mayores cuando se desea cambiar activos que son emitidos por agentes muy diferentes. Por ejemplo, los suscriptores internacionales de títulos, no son indiferentes entre adquirir bonos de una empresa grande y solvente, y suscribir empréstitos de una empresa pequeña y desconocida internacionalmente. Estos no son más que algunos ejemplos para ilustrar que los obstáculos a la libre circulación de capitales entre fronteras nacionales van mucho más allá de las trabas legales e institucionales al comercio de activos que son idénticos en todos los aspectos salvo en lo que respecta al país donde se emiten.

Otra consideración que hay que tener presente cuando se trabaja con el DIC es que los fondos con cargo a los cuales se consigue eliminar, o reducir a su mínima expresión, los márgenes de beneficio en las operaciones de arbitraje internacional, provienen, fundamentalmente, de las reasignaciones de las carteras de valores internacionales. En otras palabras, no hace falta esperar a que se generen flujos de ahorro suficientes para cerrar una posible brecha entre las rentabilidades que ofrece un mismo título localizado en países distintos. Cuando la brecha se manifiesta y los flujos de capitales no soportan ningún tipo de impedimento entre fronteras, la reasignación internacional de carteras, compuestas por la *riqueza existente* en un momento dado, consigue eliminar la brecha en cuestión de muy poco tiempo, quizás unas pocas horas. Como puede comprenderse, este proceso es independiente del hecho de que los *flujos* de ahorro y de inversión, de un determinado país

Test de Movilidad Internacional de Capitales

En esta sección realizamos regresiones de los flujos de ahorro sobre los de inversión de los doce países de la UE que consideramos en este trabajo, en la línea que proponen Feldstein y Horioka (1980), y analizamos la paridad de intereses cubierta en seis países importantes de la zona. Antes de continuar, creemos conveniente aclarar las diferencias que existen entre un tipo de test y otro, dado que, como ha sucedido frecuentemente en trabajos anteriores, los resultados, y por tanto las conclusiones a las que dan lugar, podrían, sustancialmente diferir entre ellos.

Consideraciones teóricas

242

El diferencial de intereses cubierto (DIC) mide la diferencia de tipos de interés de títulos similares, pero denominados en monedas distintas, que subsiste una vez que se ha deducido el coste de la cobertura del riesgo de cambio. Cuando el diferencial supera un margen representativo de los costes de información y de transacción, se deduce que existe una cierta incapacidad, atribuible a impedimentos de índole diversa, para que las operaciones de arbitraje obtengan un beneficio que resulta aparentemente factible. Se considera que un límite aceptable para estos costes es de $\pm 0,5$ por ciento del montante de las operaciones¹. La imposibilidad de materializar el beneficio aparente radica en lo que se denomina “riesgo país”, es decir, en las barreras que impiden la integración de los mercados financieros nacionales correspondientes a activos de naturaleza muy similar. Aunque los elementos principales de estas barreras son los controles de capitales y/o las expectativas de que se puedan implantar en un futuro, existen otros factores tales como las leyes impositivas que discriminan por país de residencia, y el riesgo de incumplimiento de los contratos (“risk default”).

Obsérvese que, al restar 0,5 por ciento del DIC obtenemos una valoración de los impedimentos que existen para llevar a cabo una clase determinada de movimientos de capitales: los que se realizan comerciando internacionalmente títulos idénticos o muy semejantes. Lógicamente, cuando nos fijamos en títulos que son mucho menos sustituíbles, podemos encontrar otros factores que también obstaculizan la movilidad internacional de los

¹ De acuerdo con Viñals (1992), el $\pm 0,5\%$ es un porcentaje considerado adecuado por los especialistas para medir los costes de transacción (intermediación bancaria, corretaje, etc.) en las operaciones internacionales de arbitraje en activos financieros.

una salida de capitales del mismo montante que se destine a financiar la formación de capital en otros países.

En segundo lugar, la tesis anterior supone que la movilidad nula o escasa de los capitales se debe a que cuando se da una variación exógena en el flujo de ahorro, el flujo de inversión experimenta automáticamente una misma variación, en magnitud y signo, gracias al ajuste del tipo de interés real interno que, en estas circunstancias, está desconectado de los mercados internacionales. Esto supone un segundo problema, porque existen muchas circunstancias que hacen que el ahorro y la inversión se muevan paralelamente, con independencia del grado de movilidad que tienen en la mente los defensores de este criterio. Así sucede cuando el ahorro y la inversión se modifican en respuesta a estímulos exógenos que los afectan simultáneamente y en la misma dirección². Un primer estímulo aparece cuando las tasas de crecimiento de la población son elevadas, pues esta circunstancia favorece no solo el incremento de la inversión, sino también el del ahorro, al aumentar la proporción de ahorradores (población joven) en relación a los desahorradores (población de edad avanzada)³.

Un segundo estímulo surge cuando se dan "shocks" de productividad, principalmente de carácter transitorio. Los análisis basados en consideraciones intertemporales indican que las perturbaciones de este tipo que tienen signo positivo provocan incrementos de la inversión, y también del ahorro, al dejar sin apenas modificación el valor de la renta permanente⁴. Se pueden mencionar, en tercer lugar, la histéresis de las ofertas de factores, que obliga a los países con una proporción mayor del stock de capital con respecto a la renta, a invertir más cuando aumenta la población y, por tanto, el ahorro (Obstfeld 1986). En cuarto lugar, cabe mencionar el hecho de que en una visión de largo plazo, las economías, sobre todo las más industrializadas, deben satisfacer una restricción intertemporal, en el sentido de que el ahorro promedio debe ser aproximadamente igual a la inversión media en un horizonte de tiempo largo. Finalmente, sucede, con frecuencia, que los gobiernos adoptan medidas de política económica destinadas a corregir los desequilibrios de la balanza corriente. Así, por ejemplo, Summers (1988) considera que el saldo presupuestario de los gobiernos está en función del saldo de la balanza corriente, mientras que Artis y Bayoumi (1989) sostie-

² En los trabajos de Obstfeld (1993) y Bacchetta (1993) se encuentra un análisis detallado de los factores que se mencionan en las líneas que siguen.

³ Véase, por ejemplo, Obstfeld (1986).

⁴ Así se demuestra en Obstfeld (1986) y en Finn (1990), por ejemplo.

en el curso de un período concreto de tiempo, alcancen un valor más o menos elevado, y de que se igualen o no entre sí.

El test consistente en regresar los flujos de inversión sobre los flujos de ahorro, en la línea de Feldstein y Horioka (F-H), tiene un significado y unas implicaciones muy diferentes con respecto al test de la paridad de intereses cubierta (PIC) que se ha descrito en los párrafos precedentes. Como veremos a continuación, el criterio de F-H desemboca muy fácilmente en la conclusión de que la movilidad internacional de capitales es baja porque, en primer lugar, y de la misma manera como sucede con el test de PIC, se está hablando de un concepto muy particular (y restringido) de movilidad internacional. Y, en segundo lugar, porque una eventual correlación entre las variaciones de los flujos de ahorro e inversión que lleva a tal conclusión podría deberse a una amplia gama de circunstancias que son independientes del grado de movilidad internacional de capitales, incluso aceptando la interpretación particular que se da de la misma cuando se realiza este tipo de test.

244

Para ilustrar el argumento del párrafo anterior, y para entender mejor las diferencias que existen entre las dos clases de test, veamos qué condiciones pueden darse para que el test F-H indique que el grado de movilidad es muy bajo, y que, al mismo tiempo, el criterio PIC revele que el grado de movilidad es muy elevado. La interpretación de esta circunstancia, conocida como el “puzzle de Feldstein y Horioka” dió pie a una gran cantidad de trabajos teóricos y aplicados en la década de los ochenta. El primer test exige que exista una correlación elevada entre los flujos nacionales de ahorro e inversión, mientras que el segundo requiere que el diferencial de intereses cubierto sea prácticamente cero.

Analicemos primero las exigencias del primer test, y veamos, qué dificultades tiene el fijarnos solamente en los *flujos* de ahorro e inversión totales de un país. En primer lugar, es muy restrictivo relacionar la movilidad de capitales únicamente con las discrepancias positivas o negativas entre el ahorro y la inversión, y deducir, en consecuencia, que la movilidad es nula cuando esos flujos se igualan (lo cual queda reflejado en un saldo por cuenta corriente igual a cero). En efecto, esta última circunstancia solo nos autoriza a afirmar que los incrementos del stock de capital de ese país están limitados por la creación de *nuevos* fondos con origen en el mismo, razón por la cual la posición deudora o acreedora neta de esa economía no se modifica. Pero esto no implica necesariamente que se trate de una economía cerrada a los intercambios financieros internacionales. Un saldo corriente igual a cero es perfectamente compatible, por ejemplo, con una entrada de capitales que financie una parte de la inversión nacional, y con

medio, una apreciación con respecto al conjunto de las monedas extranjeras. Si designamos los índices de precios, nacional y extranjero, por P y P^* , respectivamente, el índice de tipo de cambio real será: $e=EP/P^*$. Si denotamos con el signo $\hat{}$ la variación esperada de la variable a la que acompaña tal signo, se tendrá que la variación esperada del tipo de cambio real es:

$$\hat{e} = \hat{P} + \hat{E} - \hat{P}^* \quad (1)$$

Designemos con i y con r los tipos de interés nominal y real nacionales, respectivamente, y con idénticos símbolos, acompañados de asterisco, las variables correspondientes a los países extranjeros. En esas condiciones, podremos decir que los tipos de interés reales, nacional y extranjero, son, respectivamente, $r = i - \hat{P}$ y $r^* = i^* - \hat{P}^*$.

Una unidad monetaria nacional, invertida en un título del país a un plazo, pongamos por caso, de tres meses, rinde en términos de capacidad adquisitiva de los bienes nacionales, y en el curso de dicho período, el valor del tipo de interés real, r . Si los fondos se colocan en un título extranjero, el rendimiento, en términos de poder adquisitivo de la cesta de la compra del país que consideramos será: $i^* - \hat{E} - \hat{P}$. Teniendo en cuenta que, a partir de (1), se cumple que $\hat{E} + \hat{P} = \hat{e} + \hat{P}^*$, el rendimiento del título en términos reales (medido según el poder adquisitivo de la cesta de la compra del país) será igual a $i^* - \hat{e} - \hat{P}^*$, es decir, $r^* - \hat{e}$. En condiciones de equilibrio, suponiendo que no existe riesgo país, y que los costes de transacción y de información son despreciables, se igualarán los rendimientos que ofrecen los dos títulos. Entonces, se tendrá que:

$$r = r^* - \hat{e} \quad (2)$$

Cuando la volatilidad de los tipos de cambio es grande y/o los inversores tienen aversión por el riesgo, una parte de la diferencia entre los tipos de interés reales, nacional y extranjero, también puede deberse a la prima de riesgo de cambio, que es igual a la diferencia entre la tasa de descuento de la moneda nacional en el mercado a plazo y la tasa de depreciación esperada de esta moneda. En lo sucesivo supondremos que esta prima de riesgo no es un factor importante para explicar las diferencias de los tipos de interés reales de los países de la UE, tomando como justificación la evidencia empírica de que disponemos al respecto⁶.

⁶ La evidencia que aportan Froot y Frankel (1989) indica que las primas de riesgo de cambio son reducidas y muy poco variables. Por otra parte, Frankel (1993) y Frankel, Phillips y Chinn (1994), concluyen que la prima de riesgo de cambio es poco responsable de la variabilidad de los tipos de cambio reales de los países industrializados, y de los países de la UE en particular. Finalmente, Ayuso, Jurado y Restoy (1994) demuestran que, para el caso de los países de la UE, las actuales bandas anchas de fluctuación de los tipos de cambio han contribuido a reducir, todavía más, dicha prima de riesgo.

nen que en muchos países son las medidas de política monetaria las que reaccionan ante los desequilibrios exteriores.

Si las variaciones del ahorro y de la inversión obedecen a los factores que acabamos de mencionar, el tipo de interés real nacional no tiene por qué separarse del tipo de interés real extranjero, y, entonces, de acuerdo con un criterio que goza de cierta aceptación, podríamos decir que la integración financiera internacional es importante, a pesar de que el ahorro y la inversión se mueven de forma paralela y sincronizada⁵. Obsérvese, que lo que se está diciendo en este caso es que en un gráfico en el que se representan las curvas de ahorro e inversión en función del tipo de interés real interno, los puntos de intersección de las dos curvas estarían situados a la altura del valor del tipo de interés real extranjero, aún después de haberse producido las perturbaciones exógenas que hacen desplazar a las dos curvas a la vez.

Hay un tercer grupo de inconvenientes que aparece incluso cuando suponemos que el tipo de interés interno se ajusta endógenamente, ante perturbaciones que recaen solamente sobre el ahorro o la inversión, para que se mantenga la igualdad entre estos dos flujos. Se trata de la compatibilidad de este hecho con el cumplimiento de la paridad de intereses cubierta, es decir, con un DIC que se iguala prácticamente a cero cuando del mismo se descuenta el valor de los costes de información y de transacción tal como ha resaltado Frankel (1992 y 1993). Si esto es así, la no movilidad, según F-H, conviviría con una perfecta movilidad a tenor del criterio de la PIC. Esta compatibilidad es posible cuando las variaciones del tipo de interés real interno, y su consiguiente separación del valor del tipo de interés real internacional, se deben a la presencia de expectativas de modificación del tipo de cambio real. La conexión entre estos dos elementos es total cuando los inversores en los mercados internacionales son neutrales ante el riesgo cambiario, o cuando, aunque no lo fueren, la volatilidad de los tipos de cambio (incertidumbre) es muy pequeña.

Para demostrar la proposición anterior, supongamos inicialmente que los activos nacionales y extranjeros con los que trabajamos son perfectamente sustituibles. Denominemos E al índice de tipo de cambio efectivo nominal del país que consideramos frente al resto del mundo. Un incremento del valor de dicha variable indica que la moneda nacional experimenta, en pro-

⁵ Este criterio se fija en el grado de aproximación de los tipos de interés reales nacionales. Lo han adoptado entre otros, Mishkin (1984) y Merrick y Saunders (1986). Frankel (1992 y 1993) ha resaltado importantes deficiencias de este criterio, y Cole y Obstfeld (1989) lo han criticado hasta el punto de señalar que es posible que se igualen los tipos de interés reales de varios países, incluso cuando los capitales no gozan de ninguna movilidad a través de las fronteras de los mismos.

Es muy difícil calibrar la segmentación de mercados de activos diferentes, y más aún identificar los factores que la provocan. La mejor información que podemos obtener al respecto se deriva de ciertos trabajos recientes sobre la diversificación internacional de las carteras de activos. French y Poterba (1991) y Tesar y Werner (1992), por ejemplo, resaltan sesgos nacionales que nacen de las preferencias de los agentes económicos, dado que éstos suelen ver con más optimismo la rentabilidad futura de los activos nacionales que la de los activos que se emiten en otros países. En otros trabajos se demuestra que este sesgo también resulta alimentado por la presencia de bienes no comercializables (Stockman y Dellas 1989), por la escasa diversificación de las fuentes de rentas, y por el hecho de que el capital humano no sea importante en los inversores potenciales (Brainard y Tobin 1992).

Veamos, a continuación, qué condiciones deben prevalecer para que el coeficiente de correlación entre el ahorro y la inversión sea muy bajo, indicando que la movilidad de los capitales es alta según el criterio F-H, y que, al mismo tiempo, la paridad de intereses cubierta también ponga de manifiesto que la movilidad es muy elevada. La correlación entre el ahorro y la inversión es muy baja cuando los flujos de ahorro y de inversión se mueven como consecuencia de fuerzas y de perturbaciones independientes, y el tipo de interés real interno no se ajusta, o no lo hace de forma suficiente para que las cantidades ahorradas e invertidas se igualen. Si el tipo de interés real interno permanece ligado al tipo de interés real extranjero, ambos referidos a títulos semejantes, y se da, a la vez, la circunstancia de que se cumple la paridad de intereses cubierta, deducimos, por lo explicado anteriormente, que no existen expectativas de variación del tipo de cambio real y que, en consecuencia, la PPA solamente se cumple ex-ante.

249

Cuando el tipo de interés real nacional se modifica parcialmente, dando lugar a variaciones en las diferencias con respecto a los tipos de interés reales extranjeros (aunque no en magnitud suficiente para que se igualen los flujos de ahorro e inversión), podremos inferir que existen expectativas de modificación del tipo de cambio real, lo cual no es más que una manera diferente de afirmar que se cumple la PPA, en términos relativos, a largo plazo, aunque no en una perspectiva temporal más corta.

En resumen, cuando el veredicto de los dos test es favorable a la movilidad de capitales, se puede deducir que no existe segmentación de mercados financieros nacionales, ni para activos similares, dado que el DIC es prácticamente igual a cero, ni para activos distintos, en lo que se refiere a la asignación del exceso (positivo o negativo) del ahorro con respecto a la inversión, puesto que la correlación entre estos dos flujos es muy baja. Esto

Existen expectativas de variación del tipo de cambio real cuando la paridad de poder adquisitivo (PPA), en términos relativos, no se cumple a corto plazo, pero sí en una perspectiva de tiempo larga, indicándose con ello que existe un tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo que sirve de guía o de referencia de las variaciones que experimentan el tipo de cambio nominal y los precios en espacios de tiempo cortos. Si esto es así, la paradoja de F-H podría explicarse, al menos en parte, por el hecho de que los mercados comerciales nacionales no están suficientemente integrados a corto plazo. Esto puede deberse, a su vez, a trabas arancelarias y/o a la existencia de una proporción notable de bienes no comercializables en la producción nacional de los distintos países⁷. Una posibilidad totalmente distinta, que deja en pie la anterior paradoja, es que la variación esperada del tipo de cambio real sea cero. Sucede cuando esta variable sigue un paseo aleatorio y los agentes económicos tienen expectativas racionales. En ese caso, la PPA se cumple solo “ex-ante”, y el tipo de interés real nacional se iguala al tipo de interés real extranjero⁸.

En cualquier caso, aunque el DIC sea prácticamente despreciable, indicando que se cumple la paridad de intereses cubierta, pudiera ser que el diagnóstico sobre el grado de movilidad internacional de capitales no sea tan favorable cuando ésta se entiende en un ámbito más amplio en el que entran en juego mercados incompletos y activos interancionales que son escasamente sustituibles entre sí. Nos estamos refiriendo no a la segmentación financiera puramente fronteriza que impide el arbitraje de activos similares de países distintos, sino a la ausencia de mercados y/o de activos que representan ciertos estados de la naturaleza, y a la desconexión que puede existir entre mercados de activos diferentes. Aunque este segundo tipo de segmentación puede darse entre los mercados financieros de un mismo país, por lo general se hace más patente cuando consideramos que hay fronteras nacionales por medio.

⁷ La evidencia más reciente sobre el cumplimiento de la PPA se decanta fuertemente hacia esta posibilidad. Para una panorámica reciente sobre el cumplimiento de la PPA a corto y a largo plazo, véase Camarero (1995) y Beyaert y García-Solanes (1995).

⁸ Los autores firmemente partidarios de la tesis según la cual el tipo de cambio real no está guiado por ningún valor concreto de largo plazo, lo que equivale a decir que la PPA no se satisface ni a corto ni a largo vencimiento, consideran que esta variable se mueve, primordialmente, en respuesta a perturbaciones frecuentes e imprevisibles de naturaleza real. De esa manera, el valor del tipo de cambio real que observamos en cualquier momento tiene características de equilibrio. Un trabajo muy ilustrativo de esta tesis es Stockman (1987). En términos estadísticos, podemos decir que el tipo de cambio real tiene una raíz unitaria, sin excluir la posibilidad de que siga un paseo aleatorio. En algunos trabajos realizados a finales de los setenta y primera mitad de los ochenta se presenta evidencia empírica de que los tipos de cambio reales siguen un paseo aleatorio. Véase, por ejemplo Roll (1979), Frenkel (1981), Adler y Lehman (1983), y Mark (1986), entre otros.

dos en proporción del producto nacional bruto del mismo, con el fin de eliminar la influencia de las variaciones cíclicas de la producción y de la renta sobre dichos flujos. Los datos que se han utilizado en la regresión corresponden a valores medios de los datos anuales del período 1986-1993. La fuente estadística ha sido *Main Economic Indicators of the OECD*.

Al realizar un análisis de sección transversal con datos nacionales que son el promedio de un número suficientemente largo de años, eliminamos la influencia de fluctuaciones de corta duración alrededor de los valores de equilibrio, y averiguamos, así, si existe una relación de largo plazo entre los flujos de ahorro y de inversión.

Los resultados de la Tabla 3 indican que existe una relación transversal estadísticamente significativa, pero muy pequeña, entre los flujos de ahorro y de inversión de los países de la UE. Este resultado parece ser una continuación natural de la tendencia que se aprecia en los trabajos empíricos de períodos anteriores, en los que se constata una relación significativa pero decreciente en el tiempo. Nos encontramos, por consiguiente, ante un primer indicio de que el grado de movilidad de capitales entre los países de la zona es muy grande. Este resultado no nos puede extrañar si tenemos en cuenta las transformaciones estructurales e institucionales a las que nos hemos referido anteriormente, y el crecimiento sustancial de los flujos internacionales de capitales de los países de la UE en el curso de los años 1986-93, tal como queda ilustrado en los datos de la Tabla 1.

251

En la Tabla 4 se presentan los resultados de las regresiones que hemos obtenido utilizando series temporales de datos anuales para cada país. Este tipo de regresiones desvela las posibles relaciones de corto plazo entre los flujos de ahorro e inversión en cada país por separado. Los resultados varían notablemente de un país a otro. En un primer grupo de países, compuesto por Bélgica, Holanda, Italia y Reino Unido, el coeficiente del ahorro está relativamente cerca de la unidad, y es estadísticamente significativo. En Dinamarca y Francia, el coeficiente se aleja, de manera notable y significativa, de la unidad. En el primero de estos países el coeficiente tiene signo negativo, indicando que cuando el ahorro aumenta, la inversión se reduce en un montante considerablemente mayor (lo que daría como resultado una notable mejoría del saldo corriente del país), y que cuando el ahorro disminuye la inversión aumenta mucho más, dando lugar a un fuerte deterioro de las transacciones corrientes de esa economía. En el resto de países el coeficiente del ahorro no es estadísticamente significativo.

Como conclusión general de los resultados de las regresiones en el marco de países individuales, podemos decir que únicamente existe opción para un

último nos da pie para pensar que la segmentación tampoco debe existir en lo que respecta a la redistribución de la totalidad de la riqueza disponible. El que los tipos de interés reales sean diferentes o se igualen entre sí dependerá de si existen o no expectativas de variación del tipo de cambio real, respectivamente; es decir, de si admitimos la condición de la PPA relativa a largo plazo (con incumplimiento a corto plazo) o no.

Aplicación empírica al caso de los países de la Unión Europea

250

A continuación, presentamos los resultados de la aplicación del test de F-H y la contrastación de la paridad de intereses cubierta en el ámbito de los países de la UE, con datos del período 1986-93. El hecho de que nuestra atención se centre en los años posteriores a 1985 no es circunstancial. En parte se explica porque, de acuerdo con nuestros conocimientos, no existen trabajos empíricos de esta índole, referidos al área económica y al período que nosotros estudiamos. Así, por ejemplo, la parte del análisis que Feldstein y Bacchetta (1991) dedican a los países de la UE (los doce menos España y Portugal) se refiere a un conjunto de años anteriores a 1986. Una explicación adicional radica en la evidencia de que en 1985 se produjo un cambio estructural que afectó a la mayoría de países de la UE. Para Neven y Gouyette (1994), por citar solo un caso, ese cambio estructural vendría determinado por la ampliación de la UE en 1986, y las medidas que a partir de entonces se pusieron en práctica en todos los países miembros, encaminadas a la instauración del Mercado Único Europeo. Finalmente, no podemos olvidar que los años a los que se refiere nuestro estudio empírico componen un período claramente diferenciado de los años anteriores, por otras transformaciones institucionales que en el mismo se produjeron. Algunos ejemplos son: la culminación casi absoluta del proceso de liberalización de los movimientos internacionales de capitales en casi todos los países de la zona, y los cambios profundos en los países del Este europeo, incluyendo la reunificación de Alemania.

i) El test de Feldstein y Horioka

La Tabla 3 presenta los resultados que se han obtenido en una regresión de corte transversal entre los flujos de ahorro y de inversión nacionales de la Unión Europea de los doce; es decir, de los países que componían este área con anterioridad a la última ampliación. Los flujos de cada país están medi-

hemos referido anteriormente, que influyen en la movilidad de los capitales hacia fuera y hacia dentro del país al que corresponde la moneda en la que nos fijamos. Un valor positivo superior al margen que atribuimos a los costes de transacción y de información, indica que existen impedimentos a la entrada de capitales del país, o sospechas de que puedan implantarse barreras de salida en un futuro, mientras que un valor negativo es reflejo de trabas que dificultan la salida de capitales hacia otros mercados, o sospechas de que puedan establecerse impedimentos en la repatriación de capitales desde el extranjero.

Los datos sobre tipos de interés que nosotros utilizamos corresponden a valores medios de las observaciones diarias de cada mes, de la misma manera como se hace en Frankel (1993). Otros autores, como Viñals (1992), emplean datos de los valores del último día del mes. El procedimiento que aquí seguimos nos da una idea del margen de beneficio cubierto, promedio del mes, que está a disposición de los arbitrajistas, sin informarnos del valor, alto o bajo, que alcanza ese margen en cada día individualmente considerado. Cuando se utilizan valores de fin de mes se obtiene un resultado más preciso de lo que sucede en un día concreto, pero, por contra, perdemos de vista lo que sucede en el resto del mes. De manera que, según este criterio, pudiéramos llevarnos la impresión de que la movilidad de capitales es muy grande, solo porque el margen es muy pequeño en el último día del mes, aunque los controles de capitales hayan sido importantes en los otros días del mismo. Otro inconveniente de este segundo procedimiento es que, a veces, el "último" día del mes no es siempre el mismo en todas las series de datos. Esto es más probable y frecuente cuando los mercados financieros y de divisas de los distintos países no se cierran durante los mismos días, y/o cuando los datos proceden de fuentes diferentes.

253

En la Figura 2 podemos observar la evolución de las diferencias de intereses, correspondientes a cada una de las seis divisas a las que nos hemos referido anteriormente, a lo largo de los períodos para los que disponemos de datos sobre las variables implicadas. La Tabla 5 presenta los valores medios y las desviaciones típicas de las diferencias mensuales de cada año. Por lo explicado más arriba, esas diferencias se corresponden con el diferencial de intereses cubierto (DIC) de cada divisa con respecto al eurodepósito del dólar de Estados Unidos. Por ello, en lo sucesivo nos referiremos a ellas con la denominación genérica de DIC. A efectos de valorar los resultados, consideraremos que los costes de transacción y de información pueden valorarse en $\pm 0,5$ por ciento.

En el caso del *marco alemán*, los valores del DIC no sobrepasan los márgenes de $-0,2$ y $0,3$ por ciento en ninguno de los meses de observación, que

grado bajo de movilidad internacional de capitales, con el significado que se da a este concepto en el test de F-H, en Bélgica, Holanda, Italia y Reino Unido. Aunque, por lo explicado en las páginas anteriores, esta conclusión no es defendible al cien por cien mientras no dispongamos de información adicional sobre la naturaleza, magnitud y frecuencia de las perturbaciones que hacen modificar exógenamente los flujos de ahorro y de inversión.

ii) *Diferencial de intereses cubierto*

En las líneas que siguen presentamos los cálculos de la diferencia entre el tipo de interés de los depósitos a tres meses del mercado interbancario nacional, por una parte, y el tipo de interés del eurodepósito, con el mismo vencimiento, de la divisa correspondiente. Los cálculos se han realizado con datos mensuales de seis divisas nacionales europeas: el marco alemán, el franco belga, la peseta española, el franco francés, la lira italiana y la libra esterlina. El período de observación está situado entre enero de 1985 y diciembre de 1994, pero la longitud concreta varía según la divisa nacional a la que nos referimos, dependiendo del primer mes a partir del cual hemos podido obtener datos sobre los tipos de interés. Nuestra fuente de datos ha sido Analistas Financieros Internacionales.

252

Obsérvese que, si admitimos que el diferencial de intereses cubierto correspondiente a los tipos de interés del eurodólar y de otra eurodivisa que denominamos x , del mismo vencimiento, es prácticamente cero⁹, entonces el diferencial cubierto entre el tipo de interés del eurodólar y el tipo de interés nacional (interno) de la divisa x será igual a la diferencia entre el tipo de interés del eurodepósito y el tipo de interés interno, correspondientes ambos a la divisa x . Por consiguiente, las diferencias que hemos calculado equivalen a los DIC entre el eurodólar, por una parte, y el mercado de depósitos interbancario, por otra, de cada uno de los seis países europeos que estudiamos. En consecuencia, equivalen, a todos los efectos, al procedimiento utilizado por Viñals (1992) y Frankel (1993), entre otros. Estas diferencias deben darnos una idea de la importancia de los controles de capitales, presentes/y esperados, así como de la relevancia de otros factores a los que nos

⁹ Existe evidencia empírica muy abundante de que la paridad de intereses cubierta se cumple con una gran precisión cuando utilizamos eurodepósitos, del mismo vencimiento, de dos divisas distintas. La razón estriba en que, al tratarse de depósitos que se encuentran en un mismo contexto internacional, y con una reglamentación que es ajena a cualquier jurisdicción nacional, no hay cabida para trabas legales ni fiscales que impidan el cumplimiento de la PIC. Además, el arbitraje entre estas clases de depósitos soporta costes de información y de transacción muy bajos.

dujo el Banco de España en esta etapa para frenar las entradas de capitales que dificultaban el control de la oferta monetaria, en unos momentos en los que la reducción de la tasa de inflación constituía una meta prioritaria.

Las medidas para restringir las entradas de capitales fueron especialmente profusas entre 1987 y finales de 1989¹⁰. Entre otras cosas, se obligó a los bancos a que respetaran coeficientes de reservas por la aceptación de nuevas posiciones en pesetas convertibles, y se impusieron límites a los no residentes para las compras de títulos públicos a plazo, o con pacto de recompra. Otra medida importante fue imponer a los tomadores de préstamos en el exterior la obligación de constituir depósitos no remunerados en el Banco de España, por un montante del 30 por ciento de los fondos obtenidos, o del 20 por ciento en el caso de los incrementos de las posiciones cortas en divisas del sistema bancario.

En febrero de 1992 las autoridades españolas liberalizaron completamente las transacciones financieras con el resto del mundo, y esta circunstancia quedó reflejada en una evolución del DIC acorde con la paridad de intereses cubierta a partir de esa fecha. De hecho, desde febrero de 1992 en adelante, la divergencia media anual con respecto a paridad de intereses cubierta nunca fue más allá de -0,2 por ciento, y solamente se situó por debajo de -0,5 por ciento en mayo de 1993 (con un valor de -1,86 por ciento), como consecuencia de los controles transitorios sobre la salida de capitales que, en forma de depósitos no retribuidos en el Banco de España, impusieron nuestras autoridades durante la primera mitad del mismo. La varianza de los diferenciales anuales también alcanzó su máximo valor en ese año.

La evolución del DIC del *franco francés* corresponde a los meses que van de octubre de 1987 a diciembre de 1994. En ella se detectan dos fases: en la primera, que se extiende de octubre de 1987 a diciembre de 1988, el diferencial tiene valores negativos que no sobrepasan nunca el -0,5 por ciento, y en la segunda, que se inicia en 1989, el DIC se sitúa en valores positivos pero muy próximos a cero, con la excepción de los meses de diciembre de 1992 y enero de 1993, en los cuales el diferencial aumentó, aunque sin sobrepasar de +0,25 por ciento, como consecuencia de las actividades de empréstito del Banco de Francia en los mercados internacionales. En cualquier caso, la paridad de intereses cubierta se cumple bien en todos los meses de la muestra, reflejando la ausencia de controles sobre los movimientos de capitales. Esta situación contrasta con la de la primera mitad de

¹⁰ En Viñals (1992) se comentan con detalle estas medidas y la evolución general de los controles de cambios de nuestro país en la década de los ochenta.

van desde enero de 1986 a diciembre de 1994. Las medias anuales más altas corresponden a los años 1992 y 1993, con valores de 0,10 y 0,089 por ciento, respectivamente. Las desviaciones típicas mayores corresponden, por este orden, a los años 1990, 1989 y 1992. Estos datos indican que la movilidad de capitales a través de la frontera alemana, referida a los depósitos bancarios a tres meses, es muy elevada porque el DIC no supera el $\pm 0,5$ por ciento en ninguna de las observaciones. Por otra parte, el hecho de que el valor medio de ese diferencial haya sido positivo en cada uno de los años, pone de manifiesto que las pocas dificultades con las que se hayan encontrado los arbitrajistas se plantean a la hora de entrar fondos en Alemania. Se observa que esas dificultades, siempre dentro de márgenes muy pequeños, crecieron a finales de 1992 y principios de 1993, cuando la divisa alemana se erigió en el refugio principal de los movimientos especulativos que desencadenó la crisis del SME.

En la evolución del DIC del *franco belga* se detectan dos subperíodos bien diferenciados. El primero va desde enero de 1985 a diciembre de 1987, y se caracteriza por tener unas oscilaciones del diferencial mucho más pronunciadas, como consecuencia de la vigencia de controles sobre ciertos tipos de movimientos de capitales de corta duración. De hecho, los meses en los que el DIC se sitúa fuera de la banda de $\pm 0,5$ por ciento corresponden a ese subperíodo. Se trata de enero, febrero y marzo de 1986 y de enero de 1987, con valores de $-0,84$, $-1,22$, y $-0,74$ y $-0,59$ por ciento, respectivamente. El signo de estos valores indica que los controles de capitales consistieron en impedimentos a la salida del país. A esos dos años también les corresponden las desviaciones típicas más elevadas. A pesar de todo, las medias mensuales de este subperíodo no superan el margen de $\pm 0,5$ por ciento. El segundo subperíodo incluye los meses restantes hasta diciembre de 1994, en el curso de los cuales el DIC experimentó variaciones muy pequeñas alrededor del valor central, 0 por ciento.

La representación del DIC de la *peseta* corresponde a los meses octubre 1989 a diciembre 1994. En el transcurso de los meses que van hasta enero de 1992 se produjeron las mayores y más frecuentes desviaciones con respecto a la paridad de intereses cubierta. En esa etapa, el diferencial estuvo 15 veces por encima de $+0,5$ por ciento (octubre y noviembre de 1989, de febrero a junio, y de agosto a diciembre de 1990, enero y junio de 1991, y enero de 1992), y alcanzó valores medios anuales que van desde 0,78 en 1989 a 0,43 por ciento en 1991. La razón por la cual el DIC alcanzó estos valores positivos, mucho más elevados que durante los cuatro años anteriores, de acuerdo con la evidencia que presenta Viñals (1992), radica en las barreras que intro-

Unión Europea de los doce, en un período reciente que cubre los últimos ocho años. Para ello, hemos cuantificado la magnitud de las categorías más importantes de flujos internacionales de capitales que se han registrado en estos países, diferenciando entre entradas y salidas internacionales, y hemos aplicado dos de los test que se han utilizado con mayor profusión en los trabajos empíricos sobre este tema: el test de Feldstein-Horioka y la paridad de intereses cubierta.

Si tomamos en consideración los resultados empíricos que hemos obtenido en este trabajo, podemos derivar las siguientes conclusiones: a) no hay duda de que la movilidad de capitales es muy elevada cuando consideramos los doce países de la UE en su conjunto, pues tanto el test de sección transversal de Feldstein y Horioka como el de paridad de intereses, aplicado a seis países grandes de la zona, indican que los impedimentos a la libre movilidad de capitales han desaparecido virtualmente, sobre todo a partir de 1992; b) cuando nos fijamos en las regresiones entre el ahorro y la inversión de países individuales, solo existe opción para un diagnóstico proclive a la escasa movilidad en Bélgica, Holanda, Italia y Reino Unido. Sin embargo, teniendo en cuenta que se trata de países que han liberalizado completamente sus transacciones financieras con el exterior, sobre todo los tres primeros, cuya liberalización financiera se remonta a años anteriores a los del período de la muestra de este trabajo, deducimos que es muy probable que la correlación elevada entre los flujos de ahorro y de inversión de esos países se deba al acaecimiento de perturbaciones exógenas que hacen que esos flujos se hayan modificado de forma muy paralela en el transcurso del período que aquí se analiza. Aunque resulta evidente que se necesita una investigación adicional para averiguar hasta qué punto es exacta esta última apreciación, no hay que perder de vista que, de todas formas, en estos países se satisface con mucha precisión la paridad de intereses cubierta.

257

Nuestra última consideración sobre los resultados empíricos es que la relativa desvinculación entre los flujos de ahorro y de inversión ha coexistido con una cierta variabilidad de la diferencia entre el tipo de interés real de cada país y el de sus vecinos de la UE¹². A esta conclusión se llega indirectamente si demostramos que, además de satisfacerse la paridad de intereses cubierta, como ha quedado claro en las páginas anteriores, han existido

¹² Obsérvese, que la variabilidad de las diferencias entre los tipos de interés reales a corto plazo no está en contradicción con el hecho de que pueda existir una tendencia hacia la igualación de los tipos de interés reales nacionales a largo plazo, tal como demuestran Goodwin y Grennes (1994). Estos dos fenómenos son paralelos a los que se detectan en la condición de la PPA en términos relativos: la mayoría de los análisis más recientes demuestran que no se cumple a corto plazo, pero sí en una perspectiva de tiempo larga (véase, a este respecto, las referencias que se indican en la nota 7).

los años ochenta, en el curso de la cual los obstáculos a la movilidad internacional de los capitales fueron notables y efectivos en Francia, sobre todo en períodos de turbulencias en los mercados de cambios¹¹.

Los datos de los tipos de interés de la *lira italiana* corresponden a los meses abril de 1988 a diciembre de 1994. La evolución del DIC presenta una notable variabilidad, y viene marcada por valores positivos a lo largo de todo el período. Entre junio de 1988 y octubre de 1992, el valor del diferencial estuvo por encima de +0,5 por ciento en 27 ocasiones, a pesar de que las medidas oficiales para dificultar los movimientos de capitales desaparecieron completamente en Italia en junio de 1990. Por consiguiente, estas divergencias revelan, principalmente, el temor a que las autoridades italianas impongan controles en un futuro, y/o la presencia de una prima de riesgo que nace de la variabilidad elevada del tipo de cambio de la lira italiana. Las medias anuales más altas, superiores al margen de los costes de transacción y de información, se alcanzaron en 1991 (+0,61 por ciento), 1990 (+0,60) y 1989 (+0,53). Desde finales de 1992, el DIC evoluciona con valores positivos muy cercanos a cero.

256

En el caso de la *libra esterlina*, el valor del DIC oscila, con valores siempre muy pequeños, alrededor de cero por cien, demostrando la ausencia de controles, corrientes y/o esperados, y de primas de riesgo. Los valores medios anuales más elevados corresponden a 1992 (0,03 por ciento) y a 1988 (-0,01). La variabilidad de esos valores fue siempre más baja que la de los otros países.

En resumen, podemos decir que el análisis del diferencial de intereses cubierto de los seis países que han sido objeto de nuestro estudio confirma la existencia de una movilidad internacional de capitales elevada, en la segunda mitad de los años ochenta y principios de los noventa, en el ámbito de la zona que ellos conforman. El grado de movilidad parece un poco más reducido en Italia, y España, por cuanto que en estos países encontramos una mayor frecuencia relativa de meses en los que el DIC sobrepasa el margen del +0,5 por ciento. Pero, en cualquier caso, el cumplimiento de la paridad de intereses cubierta es total, incluso en estos países, a partir de 1992.

Consideraciones Finales

En este trabajo nos hemos propuesto aportar evidencia teórica y empírica sobre el grado de movilidad internacional de los capitales en los países de la

¹¹ Véase, al respecto el análisis de Giavazzi y Giovannini (1989).

rápidamente con los primeros incrementos de k , alcanzando valores superiores a 0,6 una vez que la longitud del cambio se sitúa en 15 meses. Finalmente, el coeficiente medio se estabiliza en valores cercanos a la unidad.

Los anteriores resultados nos permiten afirmar que el coeficiente de correlación medio está muy próximo a la unidad cuando el lapso de variación es de 95 meses, es decir, cuando nos situamos en el último mes de la muestra. Estos resultados concuerdan con los de Frankel (1985 y 1993), según los cuales, el acercamiento hacia la PPA se consigue a una velocidad de 14 por ciento por año, aproximadamente, lo cual viene a decir que se tarda un poco más de siete años para que el tipo de cambio real recupere su valor de equilibrio de largo plazo después de haberse situado en un nivel de desequilibrio como consecuencia de perturbaciones nominales o reales.

La confirmación de que la movilidad de capitales es elevada en los países de la UE justifica el supuesto de movilidad perfecta del que se hace uso habitualmente en los modelos macroeconómicos para economías abiertas, y tiene algunas implicaciones importantes para las autoridades económicas¹⁴. En primer lugar, los bancos centrales pierden autonomía en la elaboración y ejecución de la política monetaria si los tipos de cambio son fijos o fluctúan dentro de bandas muy estrechas. En segundo lugar, y bajo el supuesto de que la flexibilidad cambiaria sea reducida, los movimientos de capitales y la influencia que éstos ejercen sobre la liquidez interna de los países magnifican el impacto de los saldos presupuestarios de los gobiernos sobre la inflación y, por consiguiente, sobre la credibilidad del régimen cambiario. Esta segunda implicación nos advierte de la necesidad de que las finanzas públicas nacionales estén saneadas, y de que los déficit públicos sean reducidos a niveles que no pongan en peligro la solvencia intertemporal de los sectores público de los países. En tercer lugar, las políticas de oferta positivas se hacen más eficaces, tanto en la expansión de la producción como en la reducción de la inflación.

Finalmente, la movilidad alta de los capitales constituye una amenaza para la estabilidad de los regímenes cambiarios que no descansan en la fijeza irrevocable de los tipos de cambio. Los ataques especulativos pueden crear crisis cambiarias importantes, como las que tuvo que soportar el SME a finales de 1992 y primera mitad de 1993. A pesar de todo, no parece que el proceso de avance en la movilidad internacional de capitales vaya a interrumpirse, porque las nuevas propuestas más aceptadas, que a raíz de estas

¹⁴ Un comentario detallado sobre este tipo de implicaciones en el caso de la economía española puede encontrarse en Viñals (1992).

expectativas de modificación de los tipos de cambio reales, lo cual sucede, a su vez, cuando se cumple la paridad de poder adquisitivo en términos relativos a largo plazo. En las líneas que siguen aportamos evidencia de tal cumplimiento, utilizando los resultados del análisis multipaís de García-Solanes y Campoy-Miñarro (1995).

En el Gráfico 3, entresacado de este último trabajo, puede apreciarse que la PPA, en términos relativos, tiende a satisfacerse a medida que se alarga el período temporal que utilizamos para calcular la modificación de las variables que componen el tipo de cambio real. En efecto, en ese gráfico se representa el valor medio de los coeficientes de correlación, medidos en sentido transversal, de las modificaciones de los tipos de cambio bilaterales y de los niveles de precios al consumo de los doce países de la UE a medida que aumentamos el lapso temporal al que corresponden esas variaciones. Los coeficientes de correlación se han obtenido a partir de modificaciones mensuales de las variables en el período que va desde enero de 1985 a diciembre de 1992, aplicando la fórmula siguiente:

$$\rho_i^{p's}(k) = \frac{v_i^{p's}(k)}{[v_i^{p'p'}(k) v_i^{ss}(k)]^{\frac{1}{2}}} \quad (3)$$

258

donde $\rho_i^{p's}(k)$ es el coeficiente de correlación transversal de las modificaciones de los tipos de cambio bilaterales (s) y de los niveles de precios denominados en la moneda de cada país (p'), que se han producido entre el mes ($t-k$) y el mes actual, t ; $v_i^{p's}(k)$ es la covarianza transversal de las variaciones de los niveles de precios expresados en la moneda de cada país y los tipos de cambio bilaterales, en el transcurso de los últimos k meses; y $v_i^{p'p'}(k)$, y $v_i^{ss}(k)$ son las varianzas de las modificaciones de los niveles de precios expresados en moneda de cada país y de los tipos de cambio bilaterales, respectivamente, en el transcurso de los últimos k meses.

Se demuestra que el valor medio de los $\rho_i^{p's}(k)$ de cada uno de los meses del período vale uno cuando se cumple la paridad de poder adquisitivo en términos relativos¹³. En el gráfico 3 se observa que el valor medio de los coeficientes de correlación es muy reducido inicialmente, revelando que la PPA relativa no se cumple a corto plazo. Sin embargo, ese valor aumenta

¹³ Véase, por ejemplo, Manzur (1990) y García-Solanes y Campoy-Miñarro (1995). Es este último trabajo se aplica esta metodología para analizar el grado de cumplimiento de la PPA relativa para una extensa gama de índices de precios y en el marco de once países de la UE (los doce que consideramos en el presente trabajo menos Irlanda que se excluye por no existir, para este país, la gama completa de datos que se emplean en los cálculos).

TABLA I
FLUJOS DE CAPITALES
ALEMANIA

	Miles de millones de dólares de EE.UU.							
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
INVERSION DIRECTA								
De Alemania hacia el exterior	(10,53)	(9,19)	(12,72)	(18,31)	(28,66)	(22,89)	(15,54)	(15,12)
Del exterior hacia Alemania	0,74	1,47	0,87	10,78	9,16	7,93	5,35	1,04
INVERSION DE CARTERA								
Bonos del gobierno								
Pasivos	19,97	11,70	2,59	9,17	9,89	26,53	52,63	99,26
Bonos privados								
Activos	(7,50)	(13,60)	(31,26)	(21,71)	(14,92)	(7,58)	(4,20)	(8,47)
Pasivos	6,52	0,69	(7,94)	0,87	3,48	11,03	40,74	50,93
Acciones								
Activos	(2,21)	0,12	(10,20)	(5,05)	1,08	(8,54)	(40,52)	(16,88)
Pasivos	6,82	(0,79)	2,99	12,11	(1,95)	1,66	(2,55)	7,21
SALIDAS	(9,71)	(14,39)	49,40	(26,76)	(16,87)	(16,12)	(47,27)	(25,35)
ENTRADAS	33,31	12,51	5,58	22,15	14,45	39,22	93,37	157,40
VARIACION DE DEPOSITOS BANCARIOS								
Activos	(31,73)	(8,79)	(15,80)	(43,25)	(16,52)	(10,15)	(8,80)	(72,24)
Pasivos	3,85	4,68	5,43	12,97	15,39	12,89	31,72	10,58
SALIDAS	(31,73)	(8,79)	(15,80)	(43,25)	(16,52)	0,00	0,00	(72,24)
ENTRADAS	3,85	4,68	5,43	12,97	15,39	23,04	40,52	10,58

crisis se están haciendo sobre el funcionamiento del Sistema Monetario Internacional y del Sistema Monetario Europeo, tienden a excluir la vuelta a los controles sobre los movimientos internacionales de capitales¹⁵. En el fondo, se apoyan en el fortalecimiento de los fundamentos económicos y en la coordinación internacional de las políticas económicas nacionales.

¹⁵ Así, por ejemplo, tanto Kenen (1994) como Chen (1995) proponen bandas de fluctuación relativamente anchas alrededor de unas paridades centrales susceptibles de ser modificadas con ajustes inferiores a la anchura de las bandas. Cada una de estas propuestas descarta la solución de Eichengreen y Wyplosz (1993) fundamentada en la constitución obligatoria de depósitos no remunerados en el banco central por parte de los que desplazan fondos especulativos. La razón que aportan aquellos autores para rechazar esta última propuesta es que un impuesto semejante sobre los movimientos de capitales provocaría un drenaje de liquidez y un aumento de los costes de transacción que reducirían drásticamente la eficacia de los mercados financieros.

TABLA I (Continuación)
FLUJOS DE CAPITALES
DINAMARCA

	Millones de dólares de EE.UU.							
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
INVERSION DIRECTA								
De Dinamarca hacia el exterior	(654)	(619)	(720)	(2.066)	(1.482)	(1.852)	(2.236)	(1.373)
Del exterior hacia Dinamarca	163	85	503	1.090	1.132	1.553	1.017	1.713
INVERSION DE CARTERA								
Bonos del gobierno								
Activos	(2.223)	797	(585)	(1.527)	(1.168)	(4.378)	1.420	2
Pasivos	144	2.886	1.815	(1.222)	4.068	6.232	8.707	12.659
SALIDAS	(2.223)	—	(585)	(2.749)	(1.168)	(4.378)	—	—
ENTRADAS	144	3.683	1.815	—	4.068	6.232	10.127	12.661
VARIACION DE DEPOSITOS BANCARIOS								
Activos	1.359	(4.174)	(7.443)	(4.242)	(5.442)	(3.012)	395	(14.812)
Pasivos	(1.708)	3.381	8.249	5.449	3.867	1.648	(9.437)	(6.497)
SALIDAS	(1.708)	(4.174)	(7.443)	(4.242)	(5.442)	(3.012)	(9.437)	(21.309)
ENTRADAS	1.359	3.381	8.249	5.449	3.867	1.648	395	—

TABLA I (Continuación)
FLUJOS DE CAPITALS
BELGICA Y LUXEMBURGO

Millones de dólares de EE.UU.

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
INVERSION DIRECTA								
De Belgica y Luxemburgo hacia el exterior	(1.723)	(2.782)	(3.784)	(6.812)	(6.262)	(6.165)	(11.259)	(4.023)
Del exterior hacia Belgica y Luxemburgo	730	2.355	5.212	7.057	8.056	9.377	11.286	10.650
INVERSION DE CARTERA								
Bonos del gobierno								
Pasivos	(600)	(163)	(63)	(39)	(673)	(632)	2.447	3.027
Bonos privados								
Activos	(6.395)	(4.466)	(11.970)	(10.754)	(16.173)	(33.968)	(62.773)	(48.968)
Pasivos	439	736	1.431	1.071	1.076	6.865	296	376
Acciones								
Activos	(644)	31	(332)	(3.384)	1.374	(25)	(115)	(9.465)
Pasivos	608	1.433	6.362	10.205	6.864	20.639	56.272	46.835
SALIDAS	(7.639)	(4.629)	(12.365)	(14.177)	(16.846)	(34.625)	(62.888)	(58.433)
ENTRADAS	1.047	1.200	7.793	11.276	9.314	27.504	59.015	50.238
VARIACION DE DEPOSITOS BANCARIOS								
Activos	(59.184)	(119.861)	8.613	—	(54.766)	(13.379)	(15.535)	(26.870)
Pasivos	62.395	120.145	(10.449)	(1.767)	51.052	356	—	—
SALIDAS	(59.184)	(119.861)	(10.449)	(1.767)	(54.766)	(13.379)	(15.535)	(26.870)
ENTRADAS	62.395	120.145	8.613	—	51.052	356	—	—

TABLA I (Continuación)
FLUJOS DE CAPITALES
FRANCIA

	Millones de dólares de EE.UU.							
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
INVERSION DIRECTA								
De Francia hacia el exterior	(5.403)	(9.210)	(14.496)	(19.503)	(34.822)	(23.932)	(31.269)	(20.604)
Del exterior hacia Francia	3.256	5.140	8.487	10.313	13.183	15.149	21.843	20.755
INVERSION DE CARTERA								
Bonos del gobierno								
Pasivos	1.304	2.634	(77)	13.729	9.273	2.232	22.602	8.419
Bonos privados								
Activos	(4.789)	(1.291)	(3.319)	(5.192)	(8.919)	(12.647)	(18.556)	(28.270)
Pasivos	2.339	2.665	10.280	11.289	28.098	20.124	26.040	12.117
Acciones								
Activos	(1.166)	(1.978)	(832)	(1.461)	511	(2.682)	(950)	(2.152)
Pasivos	4.186	3.412	1.746	7.027	5.846	6.791	4.899	13.641
SALIDAS	(5.955)	(3.269)	(4.228)	(6.653)	(8.919)	(15.329)	(19.506)	(30.422)
ENTRADAS	7.829	8.711	12.026	32.045	43.728	29.147	53.541	34.177
VARIACION DE DEPOSITOS BANCARIOS								
Activos	(8.043)	(36.681)	(22.294)	(52.111)	(50.192)	8.045	(60.835)	(47.671)
Pasivos	10.344	26.951	24.646	57.906	75.187	(6.356)	13.817	(435)
SALIDAS	(8.043)	(36.681)	(22.294)	(52.111)	(50.192)	(6.356)	(60.835)	(48.106)
ENTRADAS	10.344	26.951	24.646	57.906	75.187	8.045	13.817	—

265

TABLA I (Continuación)
FLUJOS DE CAPITALES
ESPAÑA

Millones de dólares de EE.UU.

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
INVERSION DIRECTA								
De España hacia el exterior	(378)	(745)	(1.235)	(1.473)	(2.937)	(3.584)	(1.300)	(2.473)
Del exterior hacia España	3.451	4.571	7.021	8.428	13.841	10.503	8.058	7.206
INVERSON DE CARTERA								
Bonos del gobierno								
Pasivos	15	336	327	1.768	1.677	13.915	(2.142)	23.703
Bonos privados								
Activos	—	—	—	—	—	(655)	(1.423)	(3.939)
Pasivos	—	—	—	—	—	3.009	(602)	(134)
Acciones								
Activos	(469)	29	(136)	(166)	(753)	(327)	(153)	(418)
Pasivos	1.682	3.434	2.100	6.387	4.436	2.782	3.530	6.487
SALIDAS	(469)	—	(136)	(166)	(753)	(982)	(4.320)	(4.491)
ENTRADAS	1.697	3.799	2.427	8.155	6.113	19.706	3.530	30.190
VARIACION DE DEPOSITOS BANCARIOS								
Activos	(79)	1.422	1.830	819	3.446	(3.096)	(11.286)	(21.791)
Pasivos	(82)	1.641	2.643	1.547	5.356	3.939	942	(9.204)
SALIDAS	(161)	—	—	—	—	(3.096)	(11.286)	(30.995)
ENTRADAS	—	3.063	4.473	2.366	8.802	3.939	942	—

TABLA I (Continuación)
FLUJOS DE CAPITALES
HOLANDA

	Millones de dólares de EE.UU.							
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
INVERSION DIRECTA								
De Holanda hacia el exterior	(4.093)	(8.654)	(7.112)	(14.826)	(15.422)	(13.544)	(14.311)	(10.924)
Del exterior hacia Holanda	3.135	3.028	4.779	8.346	12.319	6.282	7.545	5.696
INVERSION DE CARTERA								
Bonos del gobierno								
Activos	(1.656)	(724)	(738)	(465)	(651)	(291)	(1.281)	(1.813)
Pasivos	42	4.290	6.108	4.149	899	4.259	1.975	4.537
Bonos privados								
Activos	(2.920)	(2.012)	(4.541)	2.193	(394)	(891)	(9.104)	(3.776)
Pasivos	1.166	1.819	3.354	1.486	230	1.067	3.403	4.932
Acciones								
Activos	(2.681)	(1.263)	(1.642)	(2.321)	(2.521)	(3.789)	(2.582)	(4.217)
Pasivos	924	(245)	832	2.211	(2.736)	(1.214)	(1.518)	3.484
SALIDAS	(7.257)	(4.244)	(6.921)	(2.786)	(6.302)	(6.185)	(14.485)	(9.806)
ENTRADAS	2.132	6.109	10.294	10.039	1.129	5.326	5.378	12.953
VARIACION DE DEPOSITOS BANCARIOS								
Activos	(2.871)	(7.843)	(7.981)	(24.771)	(19.502)	(3.896)	(1.062)	(6.867)
Pasivos	9.376	9.381	6.788	9.704	18.867	3.558	15.317	1.626
SALIDAS	(2.871)	(7.843)	(7.981)	(24.771)	(19.502)	(3.896)	(1.062)	(6.867)
ENTRADAS	9.376	9.381	6.788	9.704	18.867	3.558	15.317	1.626

TABLA I (Continuación)
FLUJOS DE CAPITALS
GRECIA

Millones de dólares de EE.UU.

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
INVERSION DIRECTA								
De Grecia hacia el exterior	—	—	—	—	—	—	—	—
Del exterior hacia Grecia	471	683	907	752	1.005	1.135	1.144	977
VARIACION DE DEPOSITOS BANCARIOS								
Netos	286	440	125	550	618	141	(24)	46

TABLA I (Continuación)
FLUJOS DE CAPITALS
IRLANDA

Millones de dólares de EE.UU.

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
INVERSION DIRECTA								
De Irlanda hacia el exterior	(40)	89	92	85	99	97	102	89
Del exterior hacia Irlanda	1.747	(207)	990	650	(199)	(1.070)	(3.189)	2.451
INVERSION DE CARTERA								
Bonos del gobierno								
Pasivos	1.986	109	1.475	1.770	266	648	(2.750)	2.724
Bonos privados								
Activos	(239)	(316)	(485)	(1.120)	(465)	(1.717)	(439)	(273)
SALIDAS	(239)	(316)	(485)	(1.120)	(465)	(1.717)	(3.189)	(273)
ENTRADAS	1.986	109	1.475	1.770	266	648	0	2.724
VARIACION DE DEPOSITOS BANCARIOS								
Activos								
Pasivos	(187)	(1.158)	(1.214)	(2.942)	(2.309)	(663)	(6.416)	(9.487)
Pasivos	924	960	1.675	2.588	3.406	5	3.972	8.224
SALIDAS	(187)	(1.158)	(1.214)	(2.942)	(2.309)	(663)	(6.416)	(9.487)
ENTRADAS	924	960	1.675	2.588	3.406	5	3.972	8.224

TABLA I (Continuación)
FLUJOS DE CAPITALES
PORTUGAL

	Millones de dólares de EE.UU.							
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
INVERSION DIRECTA								
De Portugal hacia el exterior	—	10	(80)	(84)	(163)	(463)	(687)	(165)
Del exterior hacia Portugal	238	466	922	1.737	2.610	2.448	1.873	1.301
INVERSION DE CARTERA								
Bonos del gobierno								
Pasivos	346	499	1.486	64	383	1.602	(3.467)	953
Bonos privados								
Netos	56	74	109	380	69	79	(158)	(1.912)
Acciones								
Netos	1	243	219	605	508	215	561	429
SALIDAS	—	—	—	—	—	—	(3.625)	(1.912)
ENTRADAS	403	816	1.814	1.049	960	1.896	561	1.382
VARIACION DE DEPOSITOS BANCARIOS								
Activos	185	(390)	(1.204)	(507)	(1.729)	(1.227)	(2.103)	—
Pasivos	17	286	543	1.150	1.292	1.994	1.568	(3.971)
SALIDAS	—	(390)	(1.204)	(507)	(1.729)	(1.227)	(2.103)	(3.971)
ENTRADAS	205	286	543	1.150	1.292	1.994	1.568	—

TABLA I (Continuación)
FLUJOS DE CAPITALES
ITALIA

Millones de dólares de EE.UU.

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
INVERSION DIRECTA								
De Italia hacia el exterior	(2.694)	(2.366)	(5.583)	(2.160)	(7.585)	(7.222)	(5.891)	(7.409)
Del exterior hacia Italia	(172)	4.175	6.801	2.166	6.411	2.401	3.105	3.749
INVERSION DE CARTERA								
Bonos privados								
Activos	(2.216)	(3.642)	(5.514)	(9.081)	(19.578)	(25.149)	(23.270)	(8.938)
Pasivos	1.118	(3.676)	5.809	12.241	19.195	19.131	9.868	61.345
SALIDAS	(2.216)	(7.318)	(5.514)	(9.081)	(19.578)	(25.149)	(23.270)	(8.938)
ENTRADAS	1.118	—	5.809	12.241	19.195	19.131	9.868	61.345
VARIACION DE DEPOSITOS BANCARIOS								
Activos	198	3.343	(7.281)	(16.194)	(2.512)	(4.820)	(1.683)	(13.133)
Pasivos	3.928	1.104	15.350	20.345	6.917	24.458	20.576	(19.060)
SALIDAS	—	—	(7.281)	(16.194)	(2.512)	(4.820)	—	(32.193)
ENTRADAS	4.126	4.447	15.350	20.345	6.917	24.458	22.259	—

268

TABLA 2 .
MOVIMIENTOS INTERNACIONALES TOTALES DE
CAPITALES (ENTRADAS MAS SALIDAS DE LA TABLA 1)

En proporción del PIB. Año 1993 (%)

PAIS	PORCENTAJE
ALEMANIA	14,70
BELGICA + LUXEMBURGO	67,30
DINAMARCA	27,50
ESPAÑA	15,73
FRANCIA	12,31
GRECIA	1,48
HOLANDA	15,27
IRLANDA	59,60
ITALIA	11,50
PORTUGAL	11,70
REINO UNIDO	29,90

271

FUENTE: Cálculos propios con datos de Balance of Payments Statistics. Yearbook. Part 1. 1994. International Monetary Fund, y "European Economy", European Commission, 1994.

TABLA 3
REGRESIONES DEL AHORRO SOBRE LA INVERSION
Sección transversal. Valores medios de los datos anuales
de los doce países de la U.E. Período 1986-93

variable dependiente	Coeficientes		2	DW
	C	S/Y	R	
I/Y	0,16 (7,60)	0,19 (2,11)	0,31	1,37

TABLA I (Continuación)
FLUJOS DE CAPITALES
REINO UNIDO

	Millones de dólares de EE.UU.							
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
INVERSION DIRECTA								
De Reino Unido hacia el exterior	(17.018)	(31.335)	(37.287)	(35.484)	(19.419)	(15.944)	(19.341)	(25.674)
Del exterior hacia Reino Unido	8.570	15.696	21.414	30.553	32.436	16.158	16.738	13.241
INVERSION DE CARTERA								
Bonos del gobierno								
Pasivos	4.765	7.050	2.067	(3.461)	(7.590)	14.434	14.058	(24.333)
Bonos privados								
Activos	(24.372)	5.114	(10.682)	(33.302)	(29.478)	(27.466)	(60.376)	(125.043)
Pasivos	5.155	9.855	17.614	18.611	18.916	14.343	14.122	19.061
Acciones								
Activos	(8.825)	4.747	(9.493)	(25.706)	(947)	(24.101)	5.051	(16.049)
Pasivos	7.812	19.223	9.619	11.129	2.630	5.561	9.679	16.036
SALIDAS	(33.197)	—	(20.175)	(62.469)	(38.015)	(51.567)	(60.376)	(141.092)
ENTRADAS	17.732	45.989	29.300	29.740	21.546	34.338	42.910	59.430
VARIACION DE DEPOSITOS BANCARIOS								
Activos	(77.794)	(88.114)	(36.741)	(53.131)	(80.141)	57.365	(63.606)	1.907
Pasivos	97.636	87.646	61.207	81.390	95.976	(42.286)	61.230	42.259
SALIDAS	(77.794)	(88.114)	(36.741)	(53.131)	(80.141)	(42.286)	(63.606)	—
ENTRADAS	97.636	87.646	61.207	81.390	95.976	57.365	61.230	44.166

FUENTE: Elaboración propia con datos de Balance of Payments Statistics Yearbook, Part 1, 1994, International Monetary Fund.

TABLA 5
MEDIA Y DESVIACION TIPICA DEL DIFERENCIAL
DE TIPOS DE INTERES A TRES MESES
Observaciones mensuales. Valores en porcentaje anual

ALEMANIA: $DMA = i_{\text{marcodoméstico}} - i_{\text{euromarco}}$

	MEDIA	DESV. TIPICA
1986	0.053870	0.0738306
1987	0.0313225	0.0380293
1988	0.0551225	0.0359678
1989	0.0686876	0.1024406
1990	0.021806	0.1069926
1991	0.0403592	0.0276964
1992	0.1041233	0.0823117
1993	0.0890199	0.0364768
1994	0.0830191	0.0142242

NOTA: Los valores han sido obtenidos sobre medias mensuales.

273

TABLA 5 (Continuación)
MEDIA Y DESVIACION TIPICA DEL DIFERENCIAL
DE TIPOS DE INTERES A TRES MESES
Observaciones mensuales. Valores en porcentaje anual

BÉLGICA: $DFB = i_{\text{francobelgadoméstico}} - i_{\text{eurofrancobelga}}$

	MEDIA	DESV. TIPICA
1985	-0.0325585	0.1496626
1986	-0.2776667	0.4429309
1987	0.0419334	0.2771547
1988	-0.0965917	0.0690794
1989	-0.0727998	0.1149830
1990	-0.1233433	0.0681508
1991	-0.0014915	0.0637421
1992	-0.0171335	0.06762
1993	0.0163834	0.1334604
1994	-0.0190666	0.0424378

TABLA 4
REGRESIONES DEL AHORRO SOBRE LA INVERSION
Series temporales de cada uno de los países de la U.E.
Período 1986-93

variable dependiente	País	Coeficientes		R ²	DW
		C	S/Y		
I/Y	Alemania	0,15 (2,57)	0,24 (1,00)	0,14	0,80
	Bélgica	0,027 (0,60)	0,767 (3,51)	0,67	1,01
	Dinamarca	0,58 (3,76)	-2,41 (-2,64)	0,54	1,35
	España	0,08 (0,66)	0,71 (1,23)	0,20	0,55
	Francia	-0,11 (-4,95)	1,57 (13,82)	0,97	2,26
	Grecia	0,18 (3,40)	0,13 (0,38)	0,02	1,69
	Holanda	0,04 (1,17)	0,69 (4,56)	0,77	0,82
	Irlanda	0,16 (2,53)	0,05 (0,14)	0,003	1,01
	Italia	0,06 (1,04)	0,73 (2,47)	0,50	1,27
	Luxemburgo	0,34 (1,95)	-0,20 (-0,59)	0,05	0,65
	Portugal	0,07 (0,35)	0,77 (1,01)	0,14	1,10
	Reino Unido	0,01 (0,17)	1,15 (2,34)	0,48	0,79

TABLA 5 (Continuación)
MEDIA Y DESVIACION TIPICA DEL DIFERENCIAL
DE TIPOS DE INTERES A TRES MESES
Observaciones mensuales. Valores en porcentaje anual

ITALIA: $DLI = i_{tipodomésticoliraitaliana} - i_{eurolira}$

	MEDIA	DESV. TIPICA
1988	0.299114*	0.2398322*
1989	0.5308	0.1861312
1990	0.5989501	0.3174434
1991	0.61	0.2965020
1992	0.4482147	0.1679464
1993	0.181331	0.0421338
1994	0.1740559	0.0783292

(*) Estos datos están obtenidos a partir del mes de Abril.

275

TABLA 5 (Continuación)
MEDIA Y DESVIACION TIPICA DEL DIFERENCIAL
DE TIPOS DE INTERES A TRES MESES
Observaciones mensuales. Valores en porcentaje anual

REINO UNIDO: $DLE = i_{tipodomésticolibraesterlina} - i_{eurolibra}$

	MEDIA	DESV. TIPICA
1985	-0.009034	0.0155638
1986	-0.0046915	0.0180572
1987	-0.0040499	0.0124339
1988	-0.0139835	0.0377245
1989	0.0009415	0.0086893
1990	-0.0031167	0.0126796
1991	0.011825	0.0231978
1992	0.0330834	0.0858985
1993	0.000915	0.0176909
1994	-0.0021083	0.0093812

TABLA 5 (Continuación)
MEDIA Y DESVIACION TIPICA DEL DIFERENCIAL
DE TIPOS DE INTERES A TRES MESES
Observaciones mensuales. Valores en porcentaje anual

ESPAÑA: $DPTA = i_{\text{pesetadoméstico}} - i_{\text{europeseta}}$

	MEDIA	DESV. TIPICA
1989	0.7779996*	0.3667961*
1990	0.6145	0.1705911
1991	0.4345833	0.1126696
1992	0.1224167	0.2866373
1993	-0.1893333	0.5338875
1994	-0.0420834	0.0291999

(*) Estos datos se refieren al período comprendido entre Octubre de 1989 y Diciembre de 1989.

274

TABLA 5 (Continuación)
MEDIA Y DESVIACION TIPICA DEL DIFERENCIAL
DE TIPOS DE INTERES A TRES MESES
Observaciones mensuales. Valores en porcentaje anual

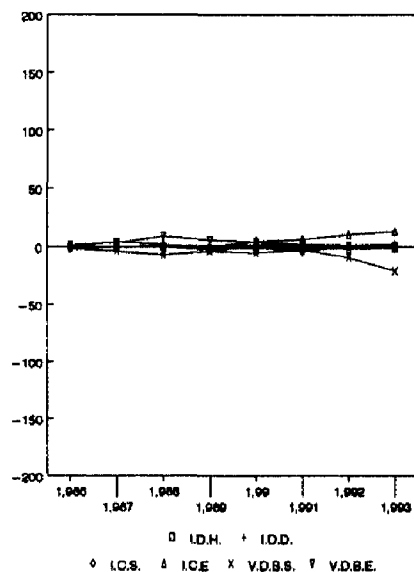
FRANCIA: $DFF = i_{\text{francofrancésdoméstico}} - i_{\text{eurofrancofrancés}}$

	MEDIA	DESV. TIPICA
1987	-0.3195467*	0.1703894*
1988	-0.0834233	0.0904389
1989	0.0686251	0.0187460
1990	0.0812834	0.0171056
1991	0.067735	0.0139823
1992	0.0887984	0.0531703
1993	0.198935	0.2836996
1994	0.0576699	0.0190289

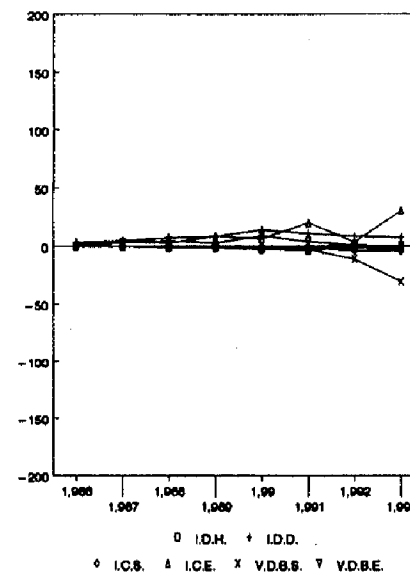
(*) Estos datos se refieren al período comprendido entre Octubre de 1987 y Diciembre de 1987.

GRAFICO I (Continuación)
MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES ANUALES
Varios vencimientos. Período 1986-93. Miles de millones de dólares de EE.UU.

Dinamarca



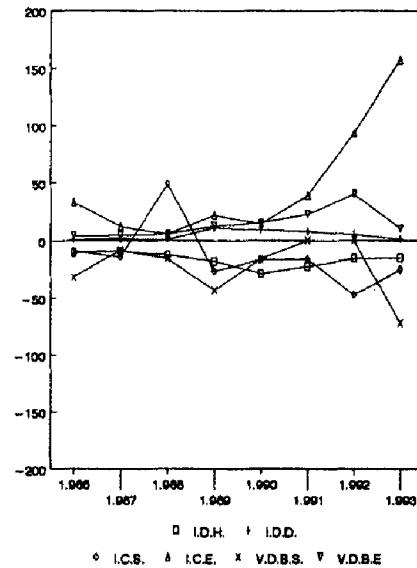
España



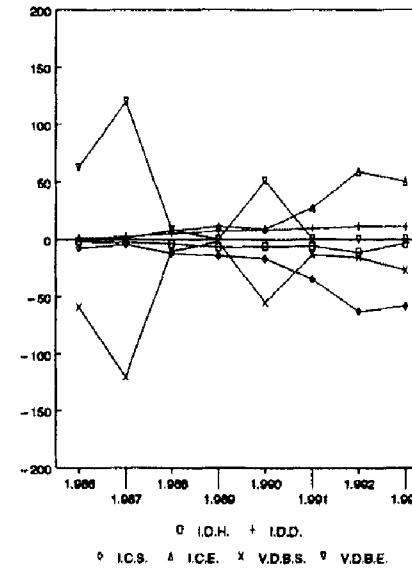
NOTA: I.D.H. (Inversión Directa hacia el Exterior)
 I.D.D. (Inversión Directa desde el Exterior)
 I.C.S. (Inversión de Cartera, Salidas)
 I.C.E. (Inversión de Cartera, Entradas)
 V.D.B.S. (Variación de Depositos Bancarios, Salidas)
 V.D.B.E. (Variación de Depositos Bancarios, Entradas)

GRAFICO I
MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES ANUALES
Varios vencimientos. Período 1986-93. Miles de millones de dólares de EE.UU.

Alemania



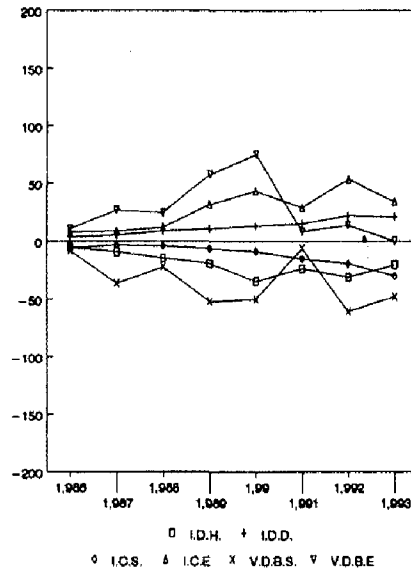
Bélgica-Luxemburgo



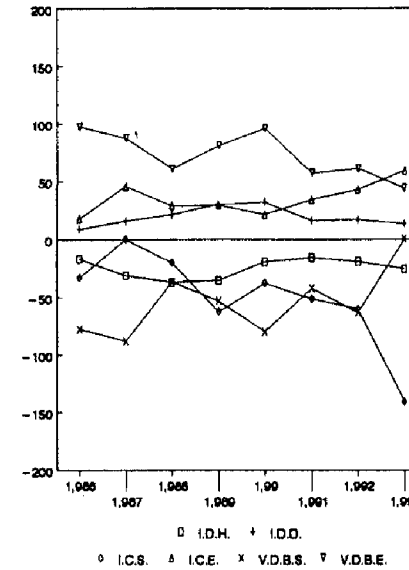
NOTA: I.D.H. (Inversión Directa hacia el Exterior)
 I.D.D. (Inversión Directa desde el Exterior)
 I.C.S. (Inversión de Cartera, Salidas)
 I.C.E. (Inversión de Cartera, Entradas)
 V.D.B.S. (Variación de Depositos Bancarios, Salidas)
 V.D.B.E. (Variación de Depositos Bancarios, Entradas)

GRAFICO I (Continuación)
MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES ANUALES
Varios vencimientos. Período 1986-93. Miles de millones de dólares de EE.UU.

Francia



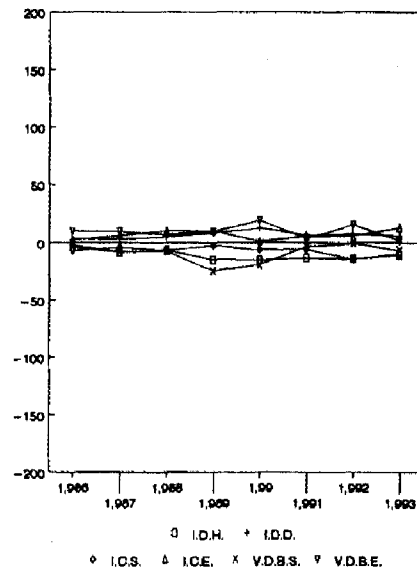
Reino Unido



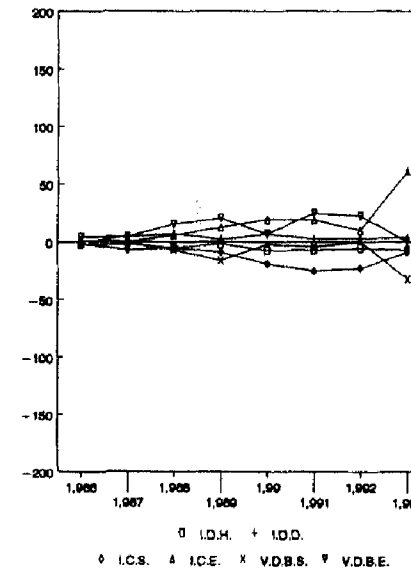
NOTA: I.D.H. (Inversión Directa hacia el Exterior)
 I.D.D. (Inversión Directa desde el Exterior)
 I.C.S. (Inversión de Cartera, Salidas)
 I.C.E. (Inversión de Cartera, Entradas)
 V.D.B.S. (Variación de Depositos Bancarios, Salidas)
 V.D.B.E. (Variación de Depositos Bancarios, Entradas)

GRAFICO I (Continuación)
MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES ANUALES
Varios vencimientos. Período 1986-93. Miles de millones de dólares de EE.UU.

Holanda



Italia



NOTA: I.D.H. (Inversión Directa hacia el Exterior)
 I.D.D. (Inversión Directa desde el Exterior)
 I.C.S. (Inversión de Cartera, Salidas)
 I.C.E. (Inversión de Cartera, Entradas)
 V.D.B.S. (Variación de Depositos Bancarios, Salidas)
 V.D.B.E. (Variación de Depositos Bancarios, Entradas)

GRAFICO 2
DIFERENCIA ENTRE EL TIPO DE INTERES DEL MERCADO INTERBANCARIO INTERNO
Y EL TIPO DE INTERES DEL EURODEPOSITO EN LA MISMA MONEDA
Observaciones mensuales. Vencimiento a tres meses. Valores en porcentaje anual

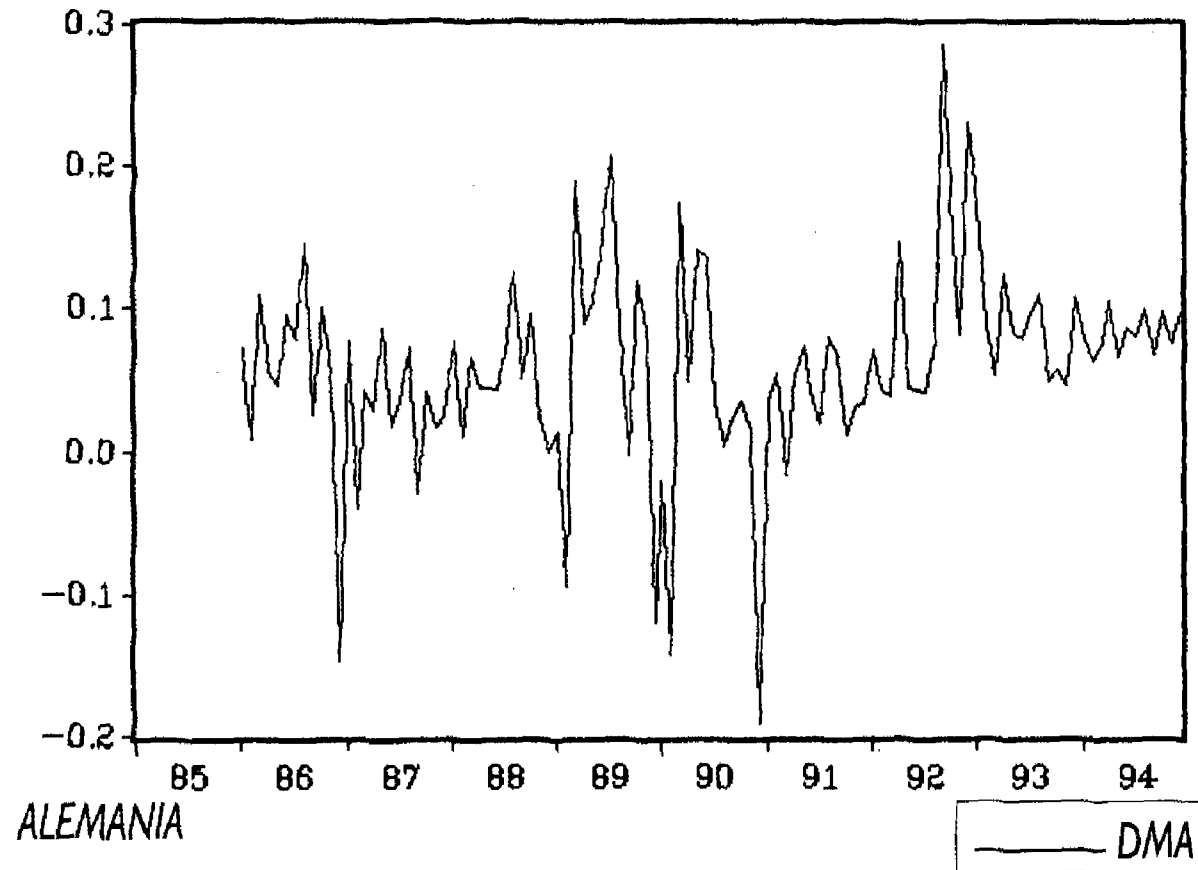
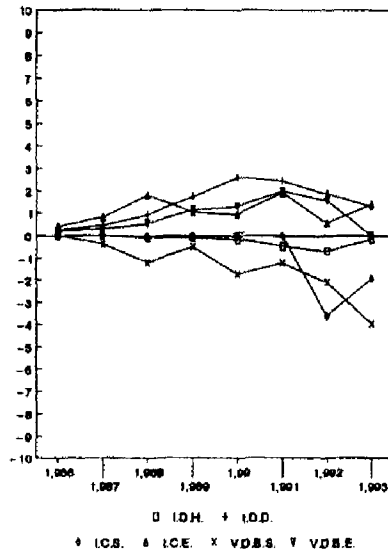
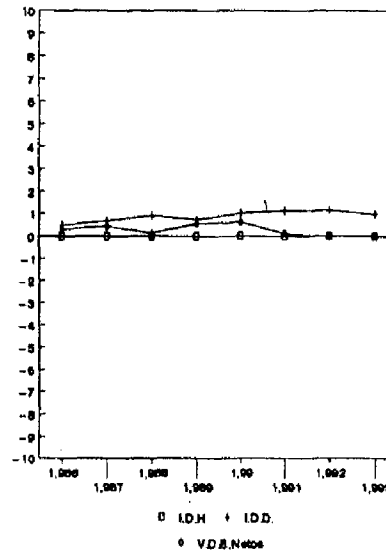


GRAFICO I (Continuación)
MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITALES ANUALES
Varios vencimientos. Período 1986-93. Miles de millones de dólares de EE.UU.

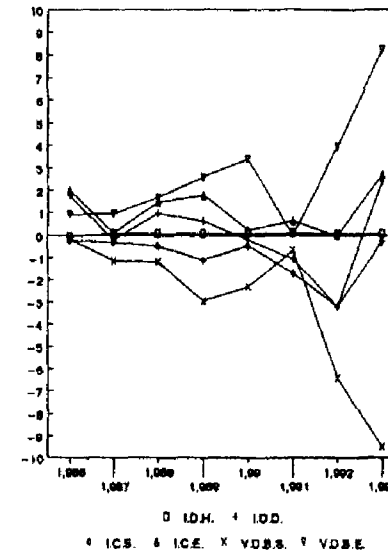
Portugal



Grecia



Irlanda



NOTA: I.D.H. (Inversión Directa hacia el Exterior)
 I.D.D. (Inversión Directa desde el Exterior)
 I.C.S. (Inversión de Cartera, Salidas)
 I.C.E. (Inversión de Cartera, Entradas)
 V.D.B.S. (Variación de Depósitos Bancarios, Salidas)
 V.D.B.E. (Variación de Depósitos Bancarios, Entradas)
 V.D.B. Netos (Variación de Depósitos Bancarios, Netos)

GRAFICO 2 (Continuación)
DIFERENCIA ENTRE EL TIPO DE INTERES DEL MERCADO INTERBANCARIO INTERNO
Y EL TIPO DE INTERES DEL EURODEPOSITO EN LA MISMA MONEDA
Observaciones mensuales. Vencimiento a tres meses. Valores en porcentaje anual

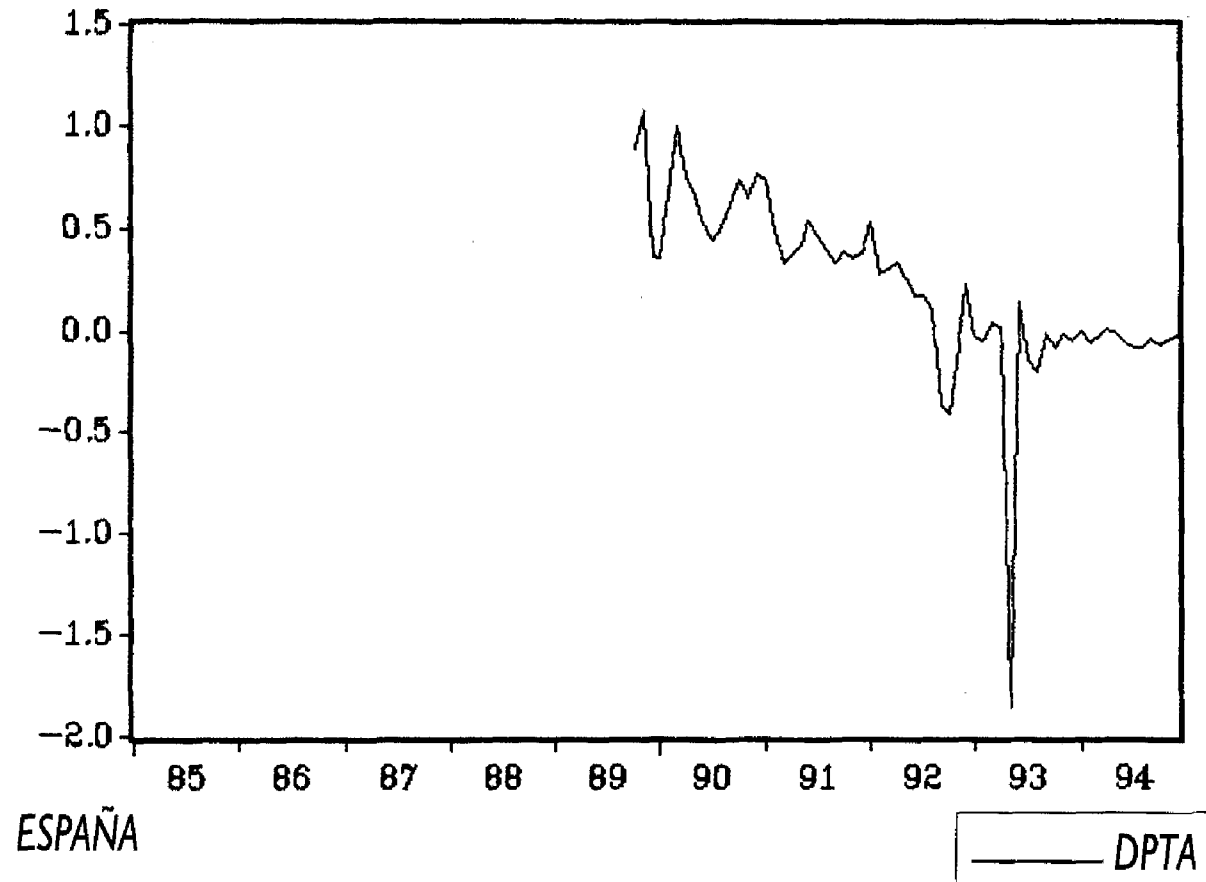


GRAFICO 2 (Continuación)
DIFERENCIA ENTRE EL TIPO DE INTERES DEL MERCADO INTERBANCARIO INTERNO
Y EL TIPO DE INTERES DEL EURODEPOSITO EN LA MISMA MONEDA
Observaciones mensuales. Vencimiento a tres meses. Valores en porcentaje anual

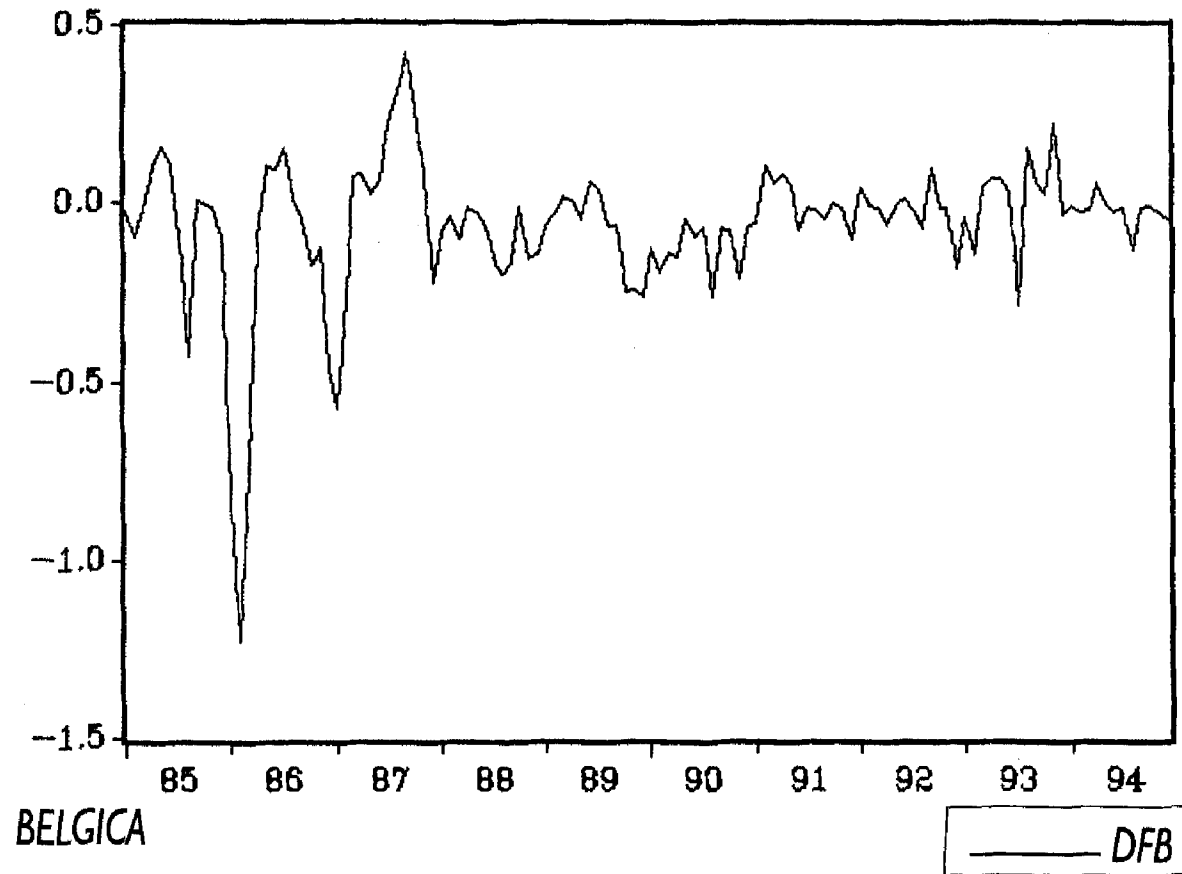
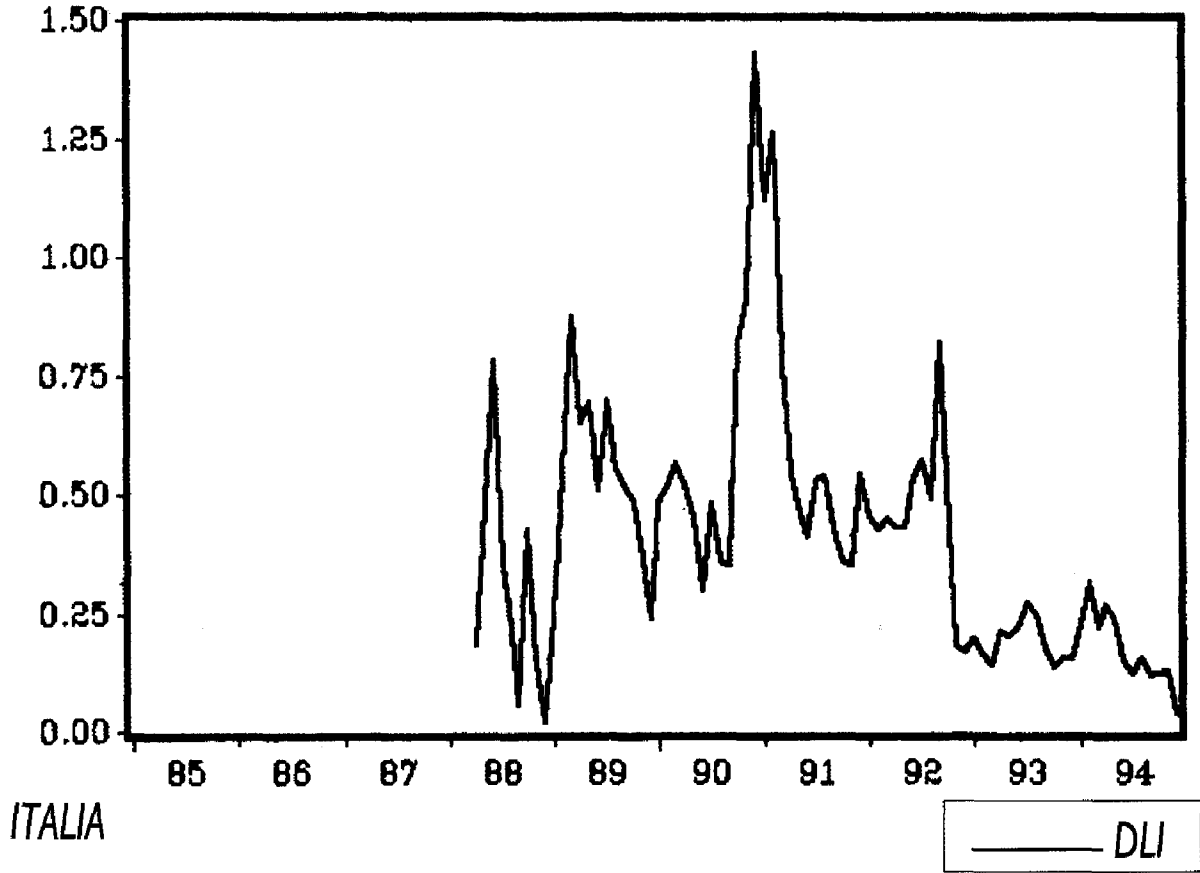


GRAFICO 2 (Continuación)
DIFERENCIA ENTRE EL TIPO DE INTERES DEL MERCADO INTERBANCARIO INTERNO
Y EL TIPO DE INTERES DEL EURODEPOSITO EN LA MISMA MONEDA
Observaciones mensuales. Vencimiento a tres meses. Valores en porcentaje anual



ITALIA

DLI

GRAFICO 2 (Continuación)
DIFERENCIA ENTRE EL TIPO DE INTERES DEL MERCADO INTERBANCARIO INTERNO
Y EL TIPO DE INTERES DEL EURODEPOSITO EN LA MISMA MONEDA
Observaciones mensuales. Vencimiento a tres meses. Valores en porcentaje anual

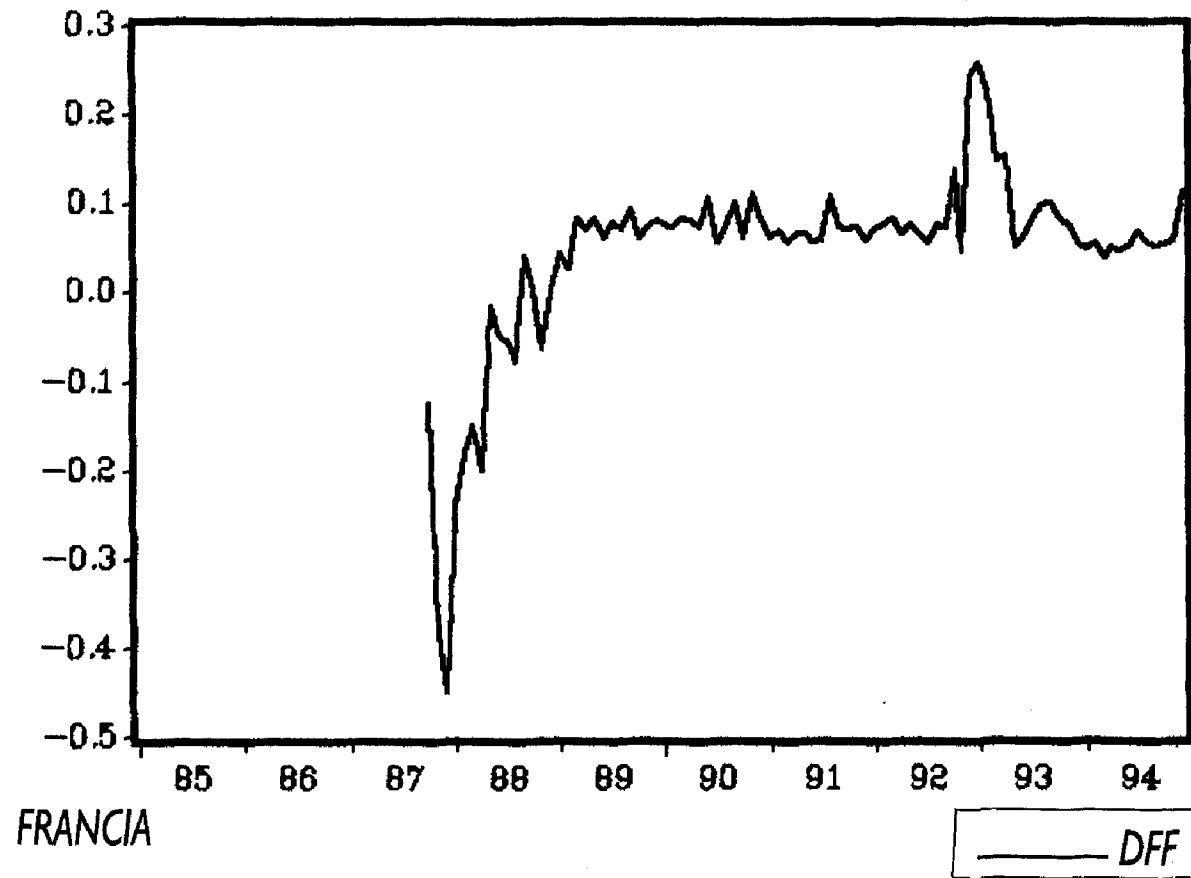


GRAFICO 3
EVOLUCION DE LOS COEFICIENTES DE CORRELACION A MEDIDA
QUE AUMENTA LA LONGITUD DEL PERIODO DE CAMBIO

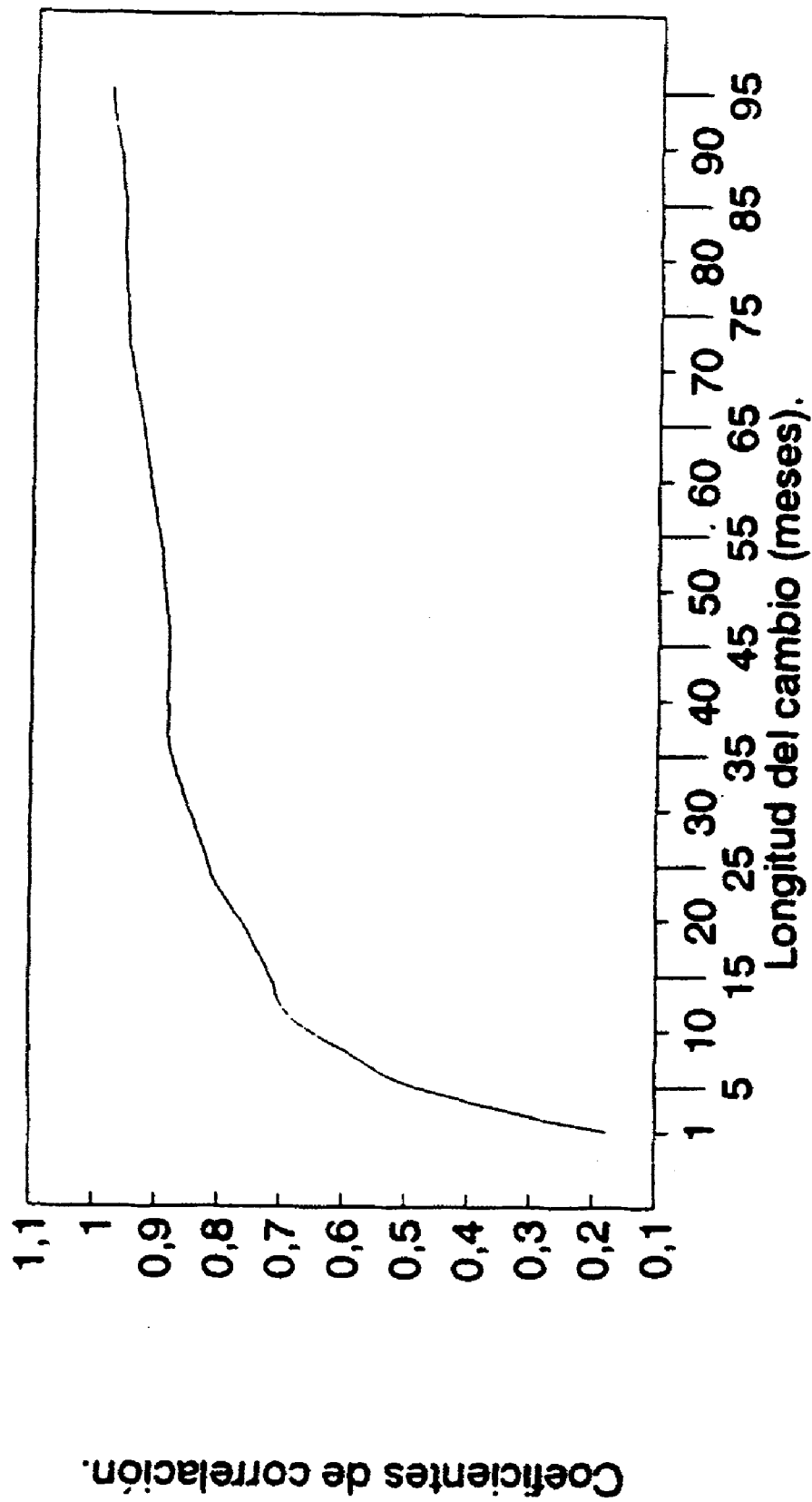
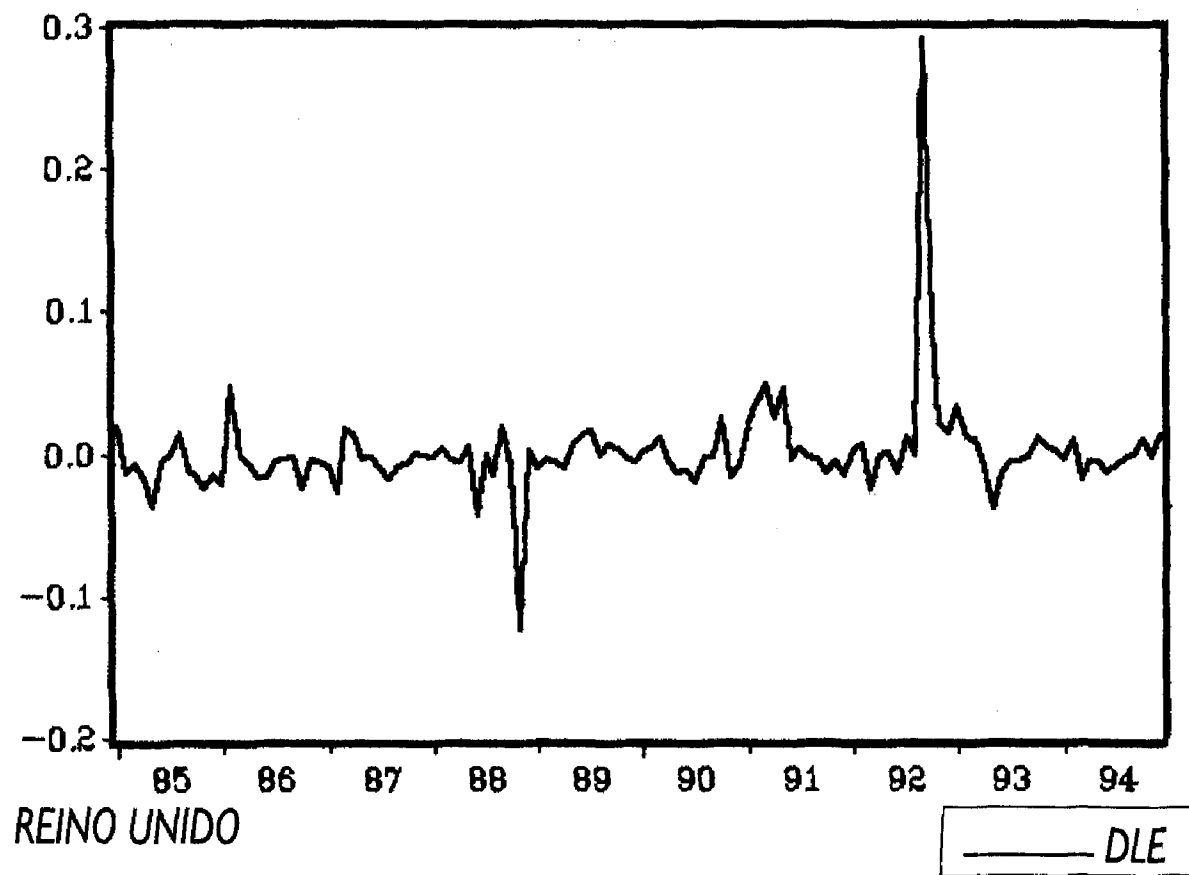


GRAFICO 2 (Continuación)
DIFERENCIA ENTRE EL TIPO DE INTERES DEL MERCADO INTERBANCARIO INTERNO
Y EL TIPO DE INTERES DEL EURODEPOSITO EN LA MISMA MONEDA
Observaciones mensuales. Vencimiento a tres meses. Valores en porcentaje anual



- FINN, M. G. (1990): "On Savings and Investment Dynamics in a Small Open Economy", *Journal of International Economics*, 29, agosto, pág. 1-21.
- FRANKEL, J. A. (1992): "Measuring International Capital Mobility: A Review", *American Economic Review*, n° 82 mayo, pág. 197-202.
- FRANKEL, J. A. (1993): "Quantifying International Capital Mobility in the 1980s", en J. A. Frankel, *On Exchange Rates*, Cambridge Mass., MIT Press.
- FRANKEL, J. A., S. PHILLIPS y M. CHINN (1994): "Financial and currency integration in the European monetary system: the statistical record", en F. Torres and F. Giavazzi, eds., *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Centre for Economic Policy Research, Cambridge University Press.
- FRENKEL, J. (1981): "Flexible exchange rates, prices and the role of 'news'. Lessons from the 1970s", *Journal of Political Economy*, 89, pág. 665-705.
- FRENCH, K. R., y J. M. POTERBA (1990): "Japanese and U.S. Cross-border Common Stock Investments", *Journal of the Japanese and International Economies* 4, diciembre, pág. 476-493.
- FROOT, K. y J. FRANKEL (1989): "Forward discount bias: is it an exchange risk premium?", *Quarterly Journal of Economics*, n° 104, pág. 139-61.
- GARCÍA-SOLANES, J. y J.C. CAMPOY-MIÑARRO (1995): "Variaciones de precios y tipos de cambio en la Unión Europea. Un estudio multipaís con datos desagregados", próxima publicación en *Revista de Economía Aplicada*.
- GIAVAZZI, F. y A. GIOVANNINI (1989): *Limiting exchange rate flexibility: the European Monetary System*, MIT Press, Cambridge (Mass).
- GOODWIN, B. K. y T. J. GRENNES (1994): "Real interest rate equalization and the integration of international financial markets", *Journal of International Money and Finance*, n° 13, pág. 107-124.
- KENEN, P. B. (1994): "Ways to reform exchange-rate arrangements", Reprints in International Finance, n° 28, noviembre, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, Princeton, New Jersey.
- MARK, N. (1986): "Real and nominal exchange rates in the short run and in the long run: an empirical investigation", Working Paper, Ohio State University.

BIBLIOGRAFIA

- ADLER, M. y B. LEMAN (1983): "Deviations from purchasing power parity in the long run", *Journal of Finance*, 38, pág. 1471-1487.
- ARTIS, M. y T. BAYOUMI (1989): "Saving, Investment, Financial Integration, and the Balance of Payments", Working Paper 89/102, International Monetary Fund, Research Department, diciembre.
- AYUSO, J., M. PÉREZ JURADO y F. RESTOY (1994): "Is Exchange Rate Risk Higher in the E. R. M. after the Widening of the Fluctuation Bands?", Documento de Trabajo n° 9419, Banco de España, Servicio de Estudios.
- BACCHETTA, P. (1990): "Ahorro, inversión y movilidad interancional de capitales", *Moneda y Crédito*, n° 191, pág 13-39.
- BEYAERT, A. y J. GARCÍA-SOLANES (1995): "New tests of the purchasing power parity. The case of the peseta exchange rate", International Economics Research Paper, n° 113, Katholieke Universiteit Leuven, Departement Economie.
- BRAINARD, W. C. y J. TOBIN (1992): "On the internationalization of Portfolios", *Oxford Economic Papers* n° 44, abril, pág. 533-565.
- CAMARERO, M. (1995): "Aportaciones empíricas recientes de la paridad de poder adquisitivo", *Revista de Economía Aplicada*, n° 6, vol. II, invierno, pág. 79-104.
- CHEN, Z. (1995): "Speculative market structure and the collapse of an exchange rate mechanism", Discussion Paper series, n° 1164, International Macroeconomics, Centre for Economic Policy Research.
- COLE, H. L. y M. OBSTFELD (1991): "Commodity Trade and International Risk Sharing. How Much do Financial Markets Matter?", *Journal of Monetary Economics*, 28, agosto, pág. 3-34.
- EICHENGREEN, M. y C. WYPLOSZ (1993): "The Unstable EMS", *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, pág. 51-143.
- FELDSTEIN, M. y P. BACCHETTA (1991): "National Saving and International Investment", en B. Douglas Beerheim and J. B. Shoven, eds., *National Saving and Economic Performance*, University of Chicago Press.
- FELDSTEIN, M. y C. HORIOKA (1980): "Domestic Saving and International Capital Flows", *Economic Journal*, n° 90, junio, pág. 314-329.

Regímenes Cambiarios e Integración Monetaria en Europa

Resumen y Conclusiones

En el último cuarto de siglo, mientras la economía mundial se adaptaba al régimen de libre flotación de los tipos de cambio, los países europeos han intentado mantener algún grado de estabilidad cambiaria entre sí. En cierto modo, la historia monetaria reciente de Europa señala la existencia de una “preferencia revelada” por los tipos de cambio fijos. Sin embargo, la libre circulación de capitales —que ha ido progresando, en extensión y en profundidad, en este período— ha dificultado, de manera creciente, este empeño. La ampliación de las bandas de fluctuación del SME, en agosto de 1993, podría interpretarse como un fracaso, si no fuera porque, al mismo tiempo, los países europeos han continuado avanzando hacia el objetivo de una moneda única.

291

El mercado único exige una sola moneda, si se quieren obtener las ganancias de eficiencia que se le suponen. Al mismo tiempo, la libre circulación de capitales, como uno de los ingredientes principales del mercado único, reclama una decantación del régimen cambiario hacia uno de los extremos: flotación perfecta o unión monetaria. Como se ha puesto de manifiesto de forma creciente en los últimos años, el desmantelamiento de los controles de capital, combinado con un alto grado de integración financiera y con la idiosincrasia de los mercados financieros, ha vuelto potencialmente muy inestables los regímenes cambiarios de tipo mixto, haciendo extremadamente costoso su mantenimiento. Con ello, se hacen cada vez más inviables los regímenes cambiarios que pretenden combinar algunos de los beneficios de la flotación con algunas de las ventajas de la estabilidad cambiaria, en particular si se establecen objetivos cambiarios bien definidos, que pueden ser puestos a prueba por los mercados.

A principios de los años noventa, los países del SME habían recorrido un largo camino hacia el modelo de los tipos de cambio fijos, desde la flotación

- MANZUR, M. (1990): "A new methodology for purchasing power parity", *International Money and Finance*, nº 9, pág. 75-91.
- MERRICK, J.J. Jr. y A. SAUNDERS (1986): "International Expected Real Interest Rates: New Tests of the Parity Hypothesis and U.S. Fiscal-Policy Effects", *Journal of Monetary Economics*, noviembre, nº 18, pág. 313-322.
- MISHKIN, F. S. (1984): "Are Real Interest Rates Equal Across Countries?. An Empirical Investigation of International Parity Conditions", *Journal of Finance*, diciembre, nº 39, pág. 1345-1357.
- NEVEN, D. y C. GOUYETTE (1994): "European Integration and Regional Growth", *Revue Economique*, vol 45, nº 3, mayo, pág. 515-528.
- OBSTFELD, M. (1986): "Capital Mobility in the World Economy: theory and measurement", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, primavera, nº 24, pág. 55-103.
- OBSTFELD, M. (1993): "International Capital Mobility in the 1990s", NBER Working Paper nº 4534, noviembre.
- ROLL, R. (1979): "Violations of purchasing power parity and their implications for efficient international commodity markets", en M. Sernat y G. Szego eds. *International finance and trade*, vol. Ballinger Publ. Cy., pág. 133-176.
- STOCKMAN, A. C. (1987): "A theory of exchange rate determination", *Journal of Political Economy*, nº 88, pág. 673-698.
- STOCKMAN, A. C. y H. DELLAS (1989): "International Portfolio Nondiversification and Exchange rate Variability", *Journal of International Economics*, nº 26, mayo, pág. 271-289.
- SUMMERS, L. H. (1988): "Tax Policy and International competitiveness", en J. A. Frenkel, ed., *International Aspects of Fiscal Policies*, Chicago, University of Chicago Press, pág. 349-375.
- TESSAR, L. L., y I. M. WERNER (1992): "Home Bias and the Globalization of Securities Markets", NBER Working Paper nº 4218, noviembre.
- VIÑALS, J. (1992): "Del control de cambios a la libre circulación de capitales", en J. Viñals, ed, *La economía española ante el Mercado Unico europeo. Las claves del proceso de integración*, Alianza Economía. Madrid.
- WILLIAMSON, J. G. (1991): "Productivity and American Leadership: A review Article", *Journal of Economic Literature*, marzo, nº 29, pág. 51-68.

controvertidas, en las que la opción sobre uno u otro modelo condiciona otras decisiones. El peligro de que estos problemas, a la hora de abordar el tránsito hacia la unión monetaria vayan minando la coherencia de toda la estrategia no es desdeñable. Es, por ello, crucial que los países europeos tomen conciencia de la necesidad de una estrategia coherente, y den los pasos necesarios para garantizarla.

En este trabajo se abordan y se desarrollan las cuestiones señaladas anteriormente. En el punto segundo, se resume, desde una perspectiva histórica, la evolución de la integración monetaria europea en los últimos veinticinco años; en el apartado tercero se señalan brevemente los principales argumentos en favor de la racionalidad de la unión monetaria europea; en el cuarto epígrafe se abordan las interrelaciones entre la libre circulación de capitales y los regímenes cambiarios; en el último apartado se discute, en fin, cómo afecta todo lo anterior a la estrategia hacia la unión monetaria.

La Integración Monetaria en Europa: una Perspectiva Histórica

Desde los primeros años setenta, cuando se produjo el paso a la flotación de los tipos de cambio, tras la ruptura del sistema de Bretton Woods, la historia monetaria de Europa se ha caracterizado por un intento reiterado de mantener una cierta estabilidad cambiaria dentro del área. En un mundo de flotación, los países europeos han buscado desde entonces, a veces de manera desesperada y en circunstancias muy adversas, aislar los tipos de cambio intraeuropeos de las perturbaciones procedentes de un Sistema Monetario Internacional muy propenso a la inestabilidad.

293

La causa principal de esta obstinación europea por la estabilidad cambiaria hay que buscarla en la elevada integración comercial y financiera de estas economías. En efecto, economías pequeñas, muy abiertas y muy interdependientes —como las europeas— son muy vulnerables al impacto negativo de una volatilidad cambiaria excesiva. Esta vulnerabilidad se manifiesta tanto en la vertiente microeconómica como en la macroeconómica.

Desde un punto de vista microeconómico, las decisiones de los agentes sobre consumo, inversión y ahorro, en economías pequeñas y abiertas, son muy sensibles al tipo de cambio. Una excesiva volatilidad de éste, en la medida en que signifique que es menos predecible, o que la cobertura del riesgo de cambio es más compleja, difícil o costosa, se traduce en pérdidas

de principios de los setenta, y se disponían a culminar esta evolución con la implantación de una unión monetaria antes de final de siglo. La transición natural hacia este objetivo parecía ser gradual, puesto que se pensaba que el SME —como modelo de tipos de cambio cuasifijos— se encontraba ya relativamente cerca del modelo de la unión monetaria. Esta idea de una evolución suave y armoniosa se ha roto en un doble plano:

Por una parte, desde un punto de vista formal e institucional, el Tratado de Maastricht, al consagrar la idea de un salto cualitativo al inicio de la tercera etapa —cuando se transferiría la capacidad de decisión de las autoridades nacionales al ámbito supranacional—, rompió con la idea de gradualismo de los planes iniciales.

Por otra parte, desde el punto de vista de los hechos y de las políticas, la crisis del Sistema Monetario Europeo ha situado el régimen cambiario del área —al menos en teoría— mucho más cerca del modelo de flotación, rompiéndose así la tendencia hacia una progresiva estabilidad cambiaria que había caracterizado los veinte años anteriores, y que debía conducir a estos países hacia la unión monetaria.

292

Como consecuencia de estos cambios, la transición hacia la moneda única exige, ahora, un planteamiento diferente, más discontinuo, en el que es necesario, en algún momento del proceso, un cambio de régimen, una ruptura con el sistema anterior.

Un salto cualitativo, como el que ahora se plantea, para la transición a la unión monetaria, comporta tres tipos de problemas: en primer lugar, ciertos riesgos de desestabilización de los mercados de cambios en vísperas de la fijación irrevocable de las paridades; en segundo lugar, problemas de credibilidad de la propia irrevocabilidad de tal decisión; y, por último, la necesidad de un trabajo preparatorio mucho más cuidadoso y meticuloso, que permita pasar de un régimen a otro sin problemas de adaptación.

Los problemas mencionados son superables, aunque conviene, para ello, identificarlos y afrontarlos con la suficiente antelación. En un proceso como el de la unión monetaria —que entraña una ganancia neta para el conjunto del área, pero cuyo reparto depende de numerosos factores, entre ellos, de manera destacada, de las reglas que se apliquen en la transición— se corre el riesgo de que se adopten soluciones resultantes de comportamientos estratégicos de los países, que persiguen obtener para sí el máximo beneficio neto, pero que pueden conducir a un precario equilibrio de intereses, escasamente coherentes entre sí; y existe también el riesgo, en vista de estos problemas, de aplazar excesivamente la decisión sobre cuestiones importantes, pero

CUADRO I

HISTORIA DE LA SERPIENTE MONETARIA EUROPEA

1972	Abril	El acuerdo de Basilea entra en vigor. Participantes: Alemania, Bélgica, Francia, Holanda, Italia y Luxemburgo.
	Mayo	Se incorporan el Reino Unido y Dinamarca, que se retiran en junio, y Noruega se asocia.
	Octubre	Vuelve Dinamarca.
1973	Febrero	Italia se retira.
	Marzo	Transición a la flotación conjunta frente al dólar. El marco se revalúa un 3%. Suecia se asocia.
	Junio	El marco se revalúa un 5,5%.
	Septiembre	El florín se revalúa un 5%.
1974	Enero	Francia se retira, para volver en julio de 1975 y retirarse definitivamente en marzo de 1976.
1976	Octubre	Se devalúan la corona danesa (6%), el florín y el franco belga (2%) y la corona sueca y noruega (3%).
1977	Abril	Devaluación de las coronas sueca (6%), que se retira en agosto, y danesa y noruega (3% y 5% en agosto).
1978	Febrero	La corona noruega se devalúa un 8%.
	Octubre	Se revalúan el marco (4%), el florín y el franco belga (2%).
	Diciembre	Noruega se retira.

de eficiencia en la asignación de los recursos. Ello es especialmente cierto en lo que atañe a las decisiones a largo plazo, que están, por su propia naturaleza, más expuestas a todo lo que signifique incertidumbre, y en las que, al mismo tiempo, es más difícil la cobertura en los mercados de cambios.

Desde el punto de vista macroeconómico, una variabilidad cambiaria excesiva entraña costes significativos, ya que se transmite con frecuencia, al menos en parte, a variables internas relevantes: precios, agregados monetarios, tipos de interés... Como consecuencia, la política económica de un país puede verse sometida a perturbaciones inesperadas, que induzcan desviaciones respecto a los objetivos o hagan determinadas medidas de política económica inútiles, inviables o inadecuadas.

Por los motivos expuestos, los países europeos reaccionaron a la flotación de los tipos de cambio con intentos de establecer algún vínculo cambiario más estrecho entre sí. En 1973, en medio de las turbulencias desencadenadas por la quiebra del anterior acuerdo monetario internacional y por las incipientes presiones al alza en el precio del petróleo, se estableció la Serpiente Monetaria Europea. En un contexto dominado por las perturbaciones de la década de los setenta y por la escasa coincidencia en los planteamientos de política económica entre los países integrantes, la Serpiente tuvo una historia azarosa. Se produjeron numerosas devaluaciones y revaluaciones, así como salidas y entradas del mecanismo de estabilidad cambiaria (véase cuadro 1). La Serpiente, concebida inicialmente como un acuerdo entre los países de la entonces Comunidad Económica Europea, se convirtió en un área del marco, integrada por algunos países de dentro y de fuera de la CEE.

294

En el momento de su desaparición, en 1978, el juicio general era que la Serpiente había fracasado en su objetivo principal: preservar la estabilidad cambiaria entre las principales economías europeas. La Serpiente había traído consigo, en cambio, una consolidación del marco alemán como moneda de referencia para el conjunto de la economía europea, en torno al cual se iba creando un núcleo de monedas "satélites" de países pequeños y cuyas economías se encontraban muy integradas con la alemana.

Tras el fracaso de la Serpiente, no es de extrañar que el nacimiento de su sucesor, el Sistema Monetario Europeo, entre 1978 y 1979, se viera rodeado de un notable escepticismo. Pocos pensaban entonces que el Sistema podía prosperar allí donde había fracasado la Serpiente.

Los primeros años de evolución del Sistema confirmaron este pesimismo: se produjeron notables divergencias en la evolución de los fundamentos y en las políticas económicas, que trajeron consigo numerosos reajustes de

aplicó en la práctica, sino que se consolidaron dos asimetrías: la derivada del papel de ancla del marco alemán y la derivada de la “presunción de culpabilidad” de la moneda débil, que hizo que, en general, en una situación de tensión, se esperara una reacción de política económica del país cuya moneda tendía a debilitarse, pero no una acción similar, de signo contrario, del país cuya moneda tendía a fortalecerse¹.

El SME, para tener éxito, tuvo, en fin, que traicionar algunos de sus principios. En todo caso, a finales de la década de los ochenta y principios de la de los noventa, los países europeos habían conseguido, aparentemente, crear un islote de estabilidad cambiaria en medio de las turbulentas aguas de la flotación generalizada. Además, el área de estabilidad cambiaria se fue ampliando gradualmente, con la incorporación de nuevos miembros al mecanismo de cambios —España, el Reino Unido y Portugal— y la creación de un grupo de países que, fuera de la UE, establecieron regímenes cambiarios de vinculación unilateral con el ecu —los países escandinavos— o con el marco —Austria—.

Mientras se producía esta consolidación de un área de tipos de cambio estables, los países de la UE daban un paso decisivo hacia su configuración como una zona económica integrada: la creación del mercado único, con libre circulación de bienes, servicios y capitales. A finales de los ochenta, la confluencia de la constatación de los avances hacia la estabilidad cambiaria y la inminencia del mercado único hizo resucitar los viejos planes de creación de una unión monetaria en Europa. Su precedente más próximo —el Informe Werner— había tenido la desgracia de ver la luz en el turbulento período de los primeros años setenta, coincidiendo con la quiebra del sistema de Bretton Woods. A finales de los ochenta, y ante el éxito del SME, el Informe Delors recuperó gran parte de las ideas del Informe Werner y planteó de nuevo la vieja aspiración de una sola moneda para Europa.

297

La Racionalidad de la Unión Monetaria

En el debate que acompañó al relanzamiento de la idea de la Unión Monetaria, sus defensores presentaron dos líneas de argumentación, en cier-

¹ La excepción a esta regla se produjo en situaciones de fortaleza de monedas con tasas de inflación más elevada y fundamentos más débiles. En tales casos, estos países eran paradójicamente “culpables” de que sus monedas manifestaran una fortaleza indebida. Nótese que, en estas situaciones el funcionamiento del mecanismo de cambios era perverso, en el sentido de que impedía a países con desequilibrios nominales aplicar políticas monetarias disciplinadas. Esta situación —experimentada, de manera especialmente acusada, por la peseta entre el verano de 1989 y el verano de 1992— recibió la denominación de “paradoja de las monedas débiles”.

los tipos de cambio. Los arreglos cambiarios europeos parecían incapaces de evitar la inestabilidad de los mercados de cambios y de favorecer una convergencia de resultados macroeconómicos.

Sin embargo, las cosas empezaron a cambiar muy gradualmente en los años centrales de la década de los ochenta. El primer signo de cambio fue el giro de la política económica francesa en la segunda etapa de la presidencia Mitterrand, en torno a 1983. Francia —que hasta entonces había mantenido políticas económicas independientes, orientadas hacia objetivos internos, y con una cierta propensión a adoptar un tono excesivamente expansivo, que terminaba induciendo episodios recurrentes de debilidad del franco— comenzó a otorgar prioridad al mantenimiento de la estabilidad del tipo de cambio frente al marco alemán. Se fue forjando un consenso alrededor de la política de “franco fuerte”. Otros países europeos fueron, poco a poco, adoptando estrategias similares.

Entre 1983 y 1987, los reajustes de los tipos de cambio se hicieron cada vez menos frecuentes. Las cotizaciones bilaterales frente al marco se estabilizaron progresivamente. Como puede observarse en el gráfico 1, entre enero de 1987 y septiembre de 1992 las bandas se mantuvieron sin modificación alguna. El SME parecía haber conseguido sus objetivos: una elevada estabilidad cambiaria en Europa y, en parte como consecuencia de ella, una cierta convergencia nominal (véase gráfico 2).

296

El éxito del SME en este período es, en parte, imputable a una aplicación práctica de sus reglas de funcionamiento diferente de la concepción de sus fundadores. El SME había sido diseñado como un mecanismo multilateral y simétrico: multilateral porque la parrilla definía un conjunto de límites de fluctuación de cada moneda frente a todas las demás, a diferencia del esquema de Bretton Woods, en el que todas las monedas definían sus paridades frente al dólar; simétrico porque, en teoría, la obligación de intervención afectaba igualmente a la moneda fuerte y a la moneda débil. El carácter multilateral y simétrico del SME debería haberse visto acentuado por el papel central que, también en teoría, estaba llamado a desempeñar el ecu. Esta cesta, integrada por las diversas monedas participantes, debía, en principio, señalar cuándo la divergencia de alguna moneda frente a las demás había traspasado ciertos límites, más allá de los cuales se suponía que el banco central correspondiente debía adoptar medidas correctoras. El “indicador de divergencia” diseñado con este propósito nunca desempeñó, sin embargo, tal papel; la teórica multilateralidad del Sistema tampoco funcionó en la práctica, sino que todos los países guiaron su política cambiaria en función de su posición bilateral frente al marco; la simetría del sistema, en fin, tampoco se

líder y el resto se limita a seguirle; o bien mantener su autonomía monetaria, en un régimen de flotación de los tipos de cambio. Si se acepta esta idea —coherente, por lo demás, con la más elemental lógica económica—, los países europeos, si no quieren renunciar a la libre circulación de capitales y no desean tampoco incurrir en la inestabilidad propia de los tipos de cambio flexibles, se ven abocados a aceptar el liderazgo del país que actúa como ancla.

Sin embargo, el modelo asimétrico, aunque posible a corto plazo, no es una solución sostenible. Por un lado, no es lógico que las condiciones monetarias de un área se dicten en función de la situación económica de un solo país, por importante que éste sea (Alemania representa, en la actualidad, algo menos de la cuarta parte del producto de la Unión Europea). Por otro lado, la renuncia a la soberanía en política monetaria, por parte del resto de los países, supone un coste, que será mayor o menor según las circunstancias de cada país y, especialmente, según el grado de simetría de sus shocks respecto del país ancla, pero que en todo caso implica que tal renuncia no puede ser indefinida. Si sólo puede haber una política monetaria en el área, lo razonable es que se decida coordinadamente. La unión monetaria constituye, por lo tanto, la superación lógica del conflicto mencionado, si se acepta que es inadecuado o inviable restablecer controles de cambios, que no es aceptable un retorno a los tipos de cambio flexibles y que la asimetría actual del SME no es una solución estable.

299

Se ha planteado en ocasiones la conveniencia de una mayor coordinación de las políticas monetarias en el Sistema Monetario Europeo. De alguna manera, se ha defendido el modelo de coordinación como una opción intermedia entre el modelo asimétrico y el modelo de la unión monetaria. Sin ir necesariamente tan lejos como exige la creación de una única moneda para Europa, la coordinación permitiría superar los problemas derivados del funcionamiento asimétrico del SME. Alternativamente, la coordinación parece ser, por lógica, el modelo adecuado para la transición hacia la unión monetaria. Este tema se abordará más en profundidad en la sección 5. Baste señalar aquí que, en la práctica, la coordinación de las políticas monetarias se ha revelado muy difícil, si no inviable: si el país ancla tiene la posibilidad de mantener un “statu quo” que le favorece, no tiene ningún incentivo para alcanzar acuerdos de cooperación; y para que estos prosperen, como enseña la teoría de juegos, es necesario que todas las partes estén interesadas en cooperar.

En la práctica, los defensores de la UEM han combinado ambos tipos de argumentos, positivos y negativos. La Unión Monetaria, de acuerdo con esta

to modo, curiosamente antitéticas, en el sentido de que una puede calificarse de positiva u “optimista” y otra de negativa o “pesimista”.

La argumentación “optimista” en favor de la Unión Monetaria es la que concibe este paso como la coronación del mercado único. La racionalidad del mercado único reside, básicamente, en que permite obtener ganancias de eficiencia en la asignación de los recursos. Los diversos estudios realizados señalan que tales ganancias de eficiencia —y, por tanto, de bienestar— son significativas. Sin embargo, el mantenimiento de diversas monedas nacionales, en un mercado integrado, supone un obstáculo a la mejor asignación de los recursos. Si las fluctuaciones cambiarias no son perfectamente previsibles, ni su riesgo puede ser perfectamente cubierto, las decisiones de consumo, ahorro e inversión no pueden ser óptimas. Los agentes que toman decisiones en este mercado integrado no pueden explotar plenamente las ventajas derivadas de su acceso a un mercado más amplio, puesto que el precio en moneda nacional (extranjera) de los bienes extranjeros (nacionales) dentro del mercado único incorpora un componente de expectativa cambiaria difícil de anticipar, y cuyo riesgo no siempre es posible cubrir (sobre todo a largo plazo). La existencia de múltiples monedas actúa, en fin, como una barrera al libre comercio. Su eliminación —mediante la implantación de la moneda única— no es sino la culminación del mercado único. Por otra parte, la moneda única no sólo eliminaría la incertidumbre cambiaria, sino también los costes de transacción derivados de tener que cambiar unas monedas por otras, de donde se derivaría un ahorro notable, que podría destinarse a usos más eficientes.

298

La concepción “pesimista” de la Unión Monetaria es la que parte de la constatación de la inestabilidad intrínseca del SME con libre circulación de capitales. De algún modo, de acuerdo con esta filosofía, la unión monetaria es una huída hacia delante poco menos que inevitable, si los pasos ya dados hacia la integración europea se consideran irreversibles. Algunos autores [véase, por ejemplo, Padoa-Schioppa (1990)] han planteado este problema como el del “triángulo inconsistente”, conformado por tres vértices incompatibles: libre circulación de capitales, tipos de cambio fijos y políticas monetarias soberanas. Es forzoso renunciar a uno de ellos, aunque es posible combinar dos cualesquiera. Si se acepta, por ejemplo, que la libre circulación de capitales es un componente irrenunciable del mercado único —tema que se discute en el próximo apartado—, los países europeos pueden elegir, de acuerdo con esta idea, entre dos opciones: o bien mantener tipos de cambio fijos, renunciando a la soberanía monetaria y aceptando una regla asimétrica de determinación de la política monetaria, en la que un país actúa como

por extenderse a la práctica totalidad de estas en casi todos los países de la OCDE, dentro de una tónica que en la actualidad está marcando las reformas en esta misma línea por parte de la mayoría de los países en desarrollo y de las economías del este de Europa.

Las razones que han inspirado estas reformas se pueden resumir en la persecución de los beneficios derivados de la existencia de un mercado de capitales global, que debería permitir la libre afluencia de recursos financieros allí donde la rentabilidad de la inversión sea mayor, sin restricciones administrativas artificiales que dificulten un ajuste global entre la oferta y la demanda de ahorro. Junto a este argumento, hay que esperar que la formulación de políticas económicas, en un contexto de libertad de movimientos de capital, tenderá a verse más disciplinada, con carácter general, en la medida en que los flujos de capital tenderán a primar las políticas financieras saneadas y a penalizar la indisciplina o la incertidumbre. No obstante, las cautelas y los retrasos en la liberalización de las transacciones con el exterior pueden presentar ciertas ventajas, que provienen de dos tipos de argumentos: por un lado, el temor a la descapitalización de aquellas economías que, por diversas razones, se encuentran en dificultades para competir por la captación de recursos con otras que tienen ventajas comparativas; por otro lado, el temor a la inestabilidad macroeconómica que puede suponer una volatilidad excesiva en la afluencia de capitales exteriores, ya sea episódica o permanente, pero que puede revelarse incompatible con la consecución de objetivos monetarios y cambiarios que persiguen la estabilidad nominal.

301

En cualquier caso, una vez que el proceso de liberalización es iniciado por una serie de países, con independencia del juicio que las autoridades de cada país puedan hacer sobre la relación entre los costes y los beneficios de elegir uno u otro ritmo de liberalización, dicho ritmo tiende a verse afectado por la evolución global del proceso, en el sentido de que el excesivo retraso en la apertura de los flujos financieros al exterior puede tener un coste añadido, para el país o los países que se signifiquen por ello; lo cual, dicho con otras palabras, significa que en el proceso de liberalización exterior —como, en cierta medida, también en la interior—, se genera de forma natural una dinámica de competencia entre países que tiende a generalizarlo y a hacerlo irreversible.

Por otra parte, la liberalización de los movimientos de capitales se ha visto precedida por la liberalización de los sistemas financieros nacionales, y ha ocurrido de forma paralela a un salto cualitativo en el ámbito tecnológico que ha contribuido a propiciar una disponibilidad simultánea de la

posición ecléctica, no sólo es deseable, porque aporta ganancias de bienestar al mercado único, sino que es inevitable, si Europa no quiere retroceder en la liberalización de los mercados financieros ni aceptar la volatilidad cambiaria propia de la flotación perfecta.

La crisis del Sistema Monetario Europeo, sin quitar la razón a los optimistas —que pueden seguir defendiendo la racionalidad económica de la moneda única— ha confirmado, incluso con creces, los peores augurios de los pesimistas. El entramado del mecanismo de cambios, que parecía relativamente próximo al modelo de los tipos de cambio fijos, se ha revelado mucho más vulnerable de lo que se pensaba. Los países que se han mantenido en el SME —como Francia o España— se han visto obligados a aceptar una ampliación sustancial del margen teórico de fluctuación de sus tipos de cambio, al tiempo que los límites a su soberanía monetaria se han hecho patentes de manera más brusca. Otros países, como el Reino Unido o Italia, han concedido prioridad a la recuperación de un cierto margen de autonomía en su política monetaria, lo que les ha obligado a renunciar a la estabilidad cambiaria y pasar a la flotación. Se ha quebrado de manera abrupta la tendencia hacia una progresiva estabilidad cambiaria en Europa, iniciada en los primeros setenta con la Serpiente, continuada en los ochenta con un SME cada vez más sólido, y cuya gradual consolidación debía conducirnos de manera natural —se pensaba— hacia la Unión Monetaria. La libre circulación de capitales ha alterado, en fin, de manera radical el camino hacia la Unión Monetaria. Pero ¿por qué es tan importante la libre circulación de capitales? ¿Por qué vías restringe la capacidad de actuación de las políticas económicas? ¿No es posible atenuar sus efectos negativos, sin renunciar a sus beneficios?. Estas cuestiones se abordarán en el epígrafe siguiente.

La Libre Circulación de Capitales y la Gestión Cambiaria

La integración financiera: algunos efectos no deseados

Un objetivo central en los esquemas de política económica y de reforma financiera a lo largo de las últimas dos décadas ha sido la evolución hacia la libre movilidad internacional del capital. Dentro del contexto, más amplio, de los programas de liberalización financiera, a la implantación de la libre convertibilidad de las transacciones por cuenta corriente sucedió la de las transacciones por cuenta de capital, que, con distintos ritmos, ha terminado

ciera no ha hecho sino acentuar algunas de las contradicciones y limitaciones del “no sistema” surgido tras la ruptura de Bretton Woods². Este tipo de diagnóstico del problema, que se puede resumir en la ausencia de mecanismos que garanticen la consistencia global de las políticas económicas de los distintos países y la insuficiencia de los mecanismos internacionales de vigilancia y asistencia financiera, se puede aplicar particularmente al caso de la crisis del peso mejicano, pero, de forma quizás más marginal, también a los otros episodios referidos.

El segundo de los puntos mencionados, el de las anomalías en las reacciones de los mercados financieros, ha merecido una abundante atención en la literatura profesional, dedicada a analizar el grado de eficiencia de los mercados financieros; sin que quepa extraer conclusiones irrefutables al respecto, lo que parece indudable es que existen algunos elementos genuinos en el funcionamiento de los mercados financieros que inducen ese tipo de exceso de reacciones [Ver, por ejemplo, Goldstein et al. (1993) o Froot y Thaler (1990)]. Sin tener en cuenta este factor, es imposible comprender las abruptas fluctuaciones que se han observado en algunos episodios recientes, y que constituyen la amplificación y generalización, como consecuencia de la integración financiera internacional, del comportamiento errático y acusadamente volátil de los mercados financieros —bursátiles y cambiarios— observado durante los años precedentes. La teoría económica ha avanzado poco a poco en la modelización de este tipo de comportamientos: los modelos de burbujas especulativas, de caos, y las aplicaciones de las teorías conductivistas han tratado de explicar la racionalidad individual de la adopción de posiciones que no guardan relación con los fundamentos, o bien de rebajar los supuestos de absoluta racionalidad de los agentes, dentro de un terreno que abre posibilidades más realistas e interesantes para la interpretación del comportamiento de los mercados, aunque, ciertamente, más difíciles de contrastar. En cualquier caso, la probabilidad de este tipo de sobrerreacciones en el comportamiento de los mercados, que se puede considerar en gran medida inevitable, se ve ampliada por el proceso de integración financiera, y, por lo tanto, sus consecuencias nocivas en todos los ámbitos constituyen un coste con el que hay que contar en el proceso de liberalización, cuya magnitud, no obstante, dependerá de la incidencia de los otros dos factores referidos: la adecuación del contexto institucional y la combinación de políticas económicas.

² En Guitián (1995) se encuentra un buen resumen sobre los problemas a los que se enfrenta en la actualidad el Sistema Monetario Internacional y las alternativas para resolverlos en el futuro próximo.

información en todo el mundo y favorecer la interconexión en el ámbito financiero. A ello hay que añadir el proceso de reciente institucionalización del ahorro, como elemento intensificador de la internacionalización de las inversiones. El resultado de la conjunción de estos factores ha sido un cambio del contexto macroeconómico y financiero más acusado de lo que a priori cabría esperar. Entre otras consecuencias más deseables, esa mayor intensidad en el cambio ha traído consigo una serie de episodios de inestabilidad financiera, en los últimos años, que han producido cierta perplejidad y no poco desasosiego entre las autoridades económicas [véase Rojo (1995)]. Episodios como las crisis sucesivas del SME, la crisis del mercado de bonos o la del peso mejicano, han llevado esa inquietud a muy distintos ámbitos geográficos y han servido para tomar conciencia de la generalidad de los problemas que puede plantear una liberalización e integración financieras en la esfera internacional, que superan el grado de integración comercial, y que conviven con un contexto institucional insuficientemente adecuado a esa globalización y, en ocasiones, con combinaciones de políticas económicas —fiscales, monetarias y cambiarias— poco coherentes.

302

La intensidad de estas perturbaciones, y las dificultades que, a menudo, se han encontrado para explicar su razón de ser, o su relación con los fundamentos económicos, han generado una discusión que ha llevado a replantear la idoneidad de la liberalización de los movimientos de capitales o, al menos, su compatibilidad con la adopción de determinados regímenes monetarios y cambiarios. Sin entrar aquí en una discusión a fondo de estas cuestiones, se puede decir que la magnitud de las perturbaciones ha respondido, en general, a una combinación de tres elementos: por una parte, la existencia de un esquema institucional, entendido en sentido amplio, insuficientemente adecuado al grado de integración financiera alcanzado; en segundo lugar, a la presencia de “anomalías” en los mercados financieros, que inducen excesos de reacción ante modificaciones relativamente menores en los fundamentos; y, en tercer lugar, a la aparición de circunstancias específicas que han actuado como detonantes en cada crisis que se ha producido, pero que suelen tener como elemento común subyacente una combinación inadecuada de políticas económicas.

Con respecto a la primera cuestión, las crisis mencionadas han puesto de manifiesto algunos problemas que desde hace tiempo se vienen discutiendo sobre el esquema de funcionamiento del Sistema Monetario Internacional, la coordinación de las políticas económicas y la evolución de las balanzas de pagos y de los mercados de cambios. En este sentido, la integración finan-

ausencia de anclaje nominal—, no han sido, en general, argumento suficiente para contrarrestar esta tendencia³.

Las razones que se encuentran detrás de este proceso están, sin duda, relacionadas con la liberalización de los movimientos de capital y la integración financiera, y deben analizarse en el contexto de los argumentos expuestos más arriba: los efectos de dicha integración, en el contexto actual, condicionan en gran medida los márgenes con que cuentan las autoridades económicas para formular sus políticas y, muy especialmente, en sus vertientes monetaria y cambiaria.

Algunos autores han llegado a predecir que, en el próximo siglo, se producirá una polarización de los regímenes cambiarios, de modo que cada país se verá abocado a elegir entre una u otra de sus versiones extremas: o bien la flotación pura o la unión monetaria, rechazando incluso la viabilidad de los esquemas intermedios menos ambiciosos del tipo de las zonas-objetivo⁴.

En este sentido, se ha argumentado que la completa liberalización de los flujos de capital tiende a favorecer el funcionamiento y el poder estabilizador de los regímenes cambiarios de tipo fijo o totalmente flexible, pero dificulta el funcionamiento de los regímenes intermedios. Crockett (1994) recoge un buen resumen de esta argumentación: la libre movilidad del capital, bajo tipos fijos, permitirá financiar los déficit corrientes “sostenibles” y presionará para corregir los “insostenibles” sin que ello se refleje en fluctuaciones abruptas del nivel de precios internos. En el caso de los tipos flotantes, se argumenta que el poder estabilizador de la libre circulación de capitales se deriva de las posibilidades de “ajuste suave” que ello permite a los mercados, que tenderá a reducir la volatilidad del tipo de cambio, aunque esto último parece más controvertido.

Por lo que respecta al funcionamiento de los sistemas fijos ajustables, el riesgo de inestabilidad que plantea una elevada movilidad del capital se deriva, fundamentalmente, del hecho de que, para los agentes, importa menos la sostenibilidad de un determinado déficit exterior, o de una determinada combinación de políticas, que la probabilidad de que las autoridades se vean for-

³ Cabría señalar que, en cierto sentido, las experiencias de los “Currency Boards” que últimamente han resultado exitosas, constituirían una excepción a esta tendencia. Sin embargo, ello no contradice la línea argumental que se presenta aquí, dado que, por una parte, las experiencias de “Currency Board” son muy limitadas, y por otra, constituyen un esquema institucional muy específico, bien diferenciado de los esquemas convencionales de tipo de cambio semifijo. Un buen resumen sobre estas experiencias se encuentra en Bennett (1994).

⁴ Sobre este punto Eichengreen (1995) plantea una discusión bastante completa. En Krugman y Miller (1992) se encuentra una defensa de las zonas-objetivo.

Con respecto a este último punto, hay que decir que es, sin duda, el más obvio como factor detonante de los episodios de crisis. Por referirlo someramente a los tres casos mencionados antes, en las crisis del SME concurren combinaciones, inadecuadas en uno u otro grado, de políticas fiscales expansivas y políticas cambiarias que renunciaron a toda flexibilidad hasta que los mercados decidieron ponerlas a prueba; detrás de la crisis de los mercados de bonos subyace el exceso de déficit públicos acumulados en los países de la OCDE; y en el caso del peso mejicano se reveló contraproducente el exceso de énfasis en la política de estabilidad cambiaria, insuficientemente acompañado por una política de demanda disciplinada.

304

En todos estos casos, se ha puesto de manifiesto el hecho de que, en el contexto de integración financiera actual —que, por las razones expuestas antes, hay que esperar que se vea acentuada en los próximos años—, junto con la generación de ventajas indudables, tanto global como individualmente, aparecen una serie de problemas y limitaciones, que pueden verse como el resultado de una adaptación insuficientemente rápida al radical cambio de régimen que supone la libre circulación de capitales. Aunque esta adaptación se está produciendo de manera acelerada, el propio proceso de integración de los mercados de capitales avanza mucho más rápidamente, de modo que las conductas de los agentes —individuos, empresas, instituciones financieras, autoridades nacionales y organismos internacionales— no terminan de ser plenamente consistentes con un marco financiero mundial en constante evolución. Esta asincronía está detrás de algunas de las perturbaciones que se han registrado últimamente, cuya solución depende, en coherencia con el diagnóstico formulado, de una adecuada combinación de políticas y de una evolución del esquema institucional adecuado para el nuevo contexto. Estos problemas atañen, muy especialmente, a la elección de los esquemas cambiarios, tanto en general como en lo referido a los esquemas “regionales”.

Limitaciones a la gestión cambiaria

Si se observa la evolución del régimen cambiario adoptado por los distintos países desde 1973, destaca, especialmente en la última década, la constatación de una tendencia al abandono de los regímenes de tipo de cambio más o menos fijo. Los problemas que presenta la libre flotación —en términos de excesiva volatilidad, de tendencia a los desalineamientos sostenidos o de

tades considerables para ser implantada. Se ha invocado, a su favor, la eficacia relativa que han tenido los controles de capital en algunas etapas precedentes del SME, o, actualmente, el papel que desempeñan en otros países con objetivos cambiarios específicos⁵.

En cualquier caso, los ejemplos aludidos se refieren a casos en los que el grado de apertura e integración financiera, en sentido amplio, era o es mucho menor del que se da actualmente entre los países del SME, lo que implica que la posible eficacia de una reimplantación de cualquier restricción a la movilidad del capital en estos países, se vería, con toda probabilidad muy limitada. A este respecto las experiencias de la primera crisis del SME no parecen avalar la posibilidad de éxito de tales medidas para combatir ataques especulativos⁶. En general, el problema de las posibles vías por las que la regulación de los mercados de divisas podría tratar de acotar la volatilidad de los mismos, no reside tanto en una imposibilidad material de concebir medidas administrativas que pudieran ser eficaces al respecto, como en el hecho de que esa eficacia requeriría su implantación generalizada. En este sentido, la dinámica de competencia liberalizadora a la que se aludió antes, constituye una seria limitación para la viabilidad de adoptar medidas de este tipo, especialmente por parte de países con un cierto grado de desarrollo financiero.

En definitiva, los argumentos que se han repasado configuran un contexto que, desde el punto de vista de la transición hacia la UME, incide en dos sentidos: por una parte, en la medida en que el régimen intermedio es inestable, los argumentos en favor de alcanzar el objetivo final se ven reforzados; por otra parte, los problemas que plantea el período de transición, en estas circunstancias, no parecen desdeñables.

307

La Transición Hacia la Unión Monetaria: Un Nuevo Escenario

Una característica destacable del proyecto de Unión Monetaria es el contraste entre la claridad de su objetivo final —una sola moneda para Euro-

⁵ Entre los casos más recientes se encuentra el de Chile, donde los controles han desempeñado un papel importante para evitar la excesiva entrada de flujos de corto plazo, lo cual ha frenado la sobrevaluación del peso chileno y el contagio de la crisis del peso mejicano.

⁶ Como es sabido, ante la magnitud de la crisis, Irlanda y Portugal reactivaron algunas medidas de control de capitales que aún no habían suprimido y España reimplantó, temporalmente, medidas "ad hoc". Ver Alonso y Linde (1994) para una discusión sobre estas medidas.

zadas a un realineamiento. Si bien es cierto que dicha probabilidad se verá condicionada, en buena parte, por los fundamentos, lo cierto es que esta misma noción, en ese contexto, se ha vuelto más difusa, y, en todo caso, con frecuencia son los mecanismos de “expectativas autoconfirmadas” los que funcionan como detonantes de un realineamiento que, incluso considerando una acepción muy amplia del concepto de fundamentos, podría haberse evitado. En la historia reciente del SME, se encuentran buenos ejemplos a este respecto. Como ilustra el gráfico 3, la corona danesa, el franco belga y el franco francés, experimentaron bruscas depreciaciones en los períodos inmediatamente anteriores a la ampliación de bandas, que se confirmaron en el período inmediatamente posterior a la misma, para recuperar más tarde niveles similares o idénticos (caso del franco belga) a la situación previa a la ampliación de bandas. El mismo problema de comportamiento inconsistente con los fundamentos se encuentra en el último reajuste dentro del SME: la peseta y el escudo se vieron forzados a modificar sus paridades centrales, por la presión de los mercados, a pesar de que los ajustes de los años anteriores habían conducido a ambas monedas a unas paridades que los analistas consideraban “correctas” o incluso “infravaloradas”. El hecho es que la evolución posterior de ambas monedas ha reconducido sus paridades hacia las vigentes antes del realineamiento.

306

Con independencia de la adopción de posturas más o menos proclives a la adopción de objetivos de tipo de cambio, lo que parece indudable es que el contexto actual, en general, es muy poco propicio para una versión de esos objetivos demasiado específica, del tipo de la situación del SME antes de la ampliación de bandas. Este tipo de configuración puede exacerbar las contradicciones, antes aludidas, que plantea la ausencia de un mecanismo institucional adecuado para la gestión del sistema y para la coordinación de políticas, junto con la probabilidad de que los mercados introduzcan modificaciones del tipo de cambio no solo muy intensas, sino también claramente alejadas de los fundamentos económicos.

La única alternativa posible para garantizar una cierta viabilidad a cualquier sistema que persiga la estabilidad cambiaria en un área concreta pasaría, bien por una relajación de la ambición de los objetivos —del tipo de la experimentada por el SME—, o bien por la anulación, transitoria, de alguno de los otros elementos de inconsistencia: ya sea la pérdida total de la autonomía monetaria por parte de los países del área a excepción del país ancla, o bien alguna restricción a la plena libertad de movimientos de capital. Algunas voces autorizadas [Ver Eichengreen, Tobin y Wyplosz (1995)], se han manifestado favorables a esta opción, que, sin embargo, tropieza con dificult-

centralización se iría incorporando de modo natural a la política monetaria agregada.

Ninguna de estas dos ideas fue aceptada, debido, básicamente, a la negativa alemana a ceder un ápice de su soberanía monetaria antes de que se hubiera entrado en la unión monetaria plena. No obstante, la propuesta francesa figuró como un voto particular en el Informe, y se incluyó, en términos mucho más detallados, en los Anexos de éste [véase de Laroissière (1989)].

La cuestión del gradualismo y de la coordinación de las políticas monetarias en la fase de transición volvió a abordarse en la Conferencia Intergubernamental que desembocó en el Tratado de Maastricht. En este caso prevalecieron las tesis alemanas, como resulta evidente si se compara el lenguaje del Informe Delors y el del Tratado de Maastricht: donde aquél se refería a “toma de decisiones en común” éste señala que “el Instituto Monetario Europeo... normalmente será consultado por las autoridades monetarias nacionales antes de que éstas tomen decisiones sobre la orientación de las políticas monetarias”. De acuerdo con esta idea, la capacidad de decisión en política monetaria es indivisible; las decisiones se toman, o bien de manera descentralizada, o bien de manera centralizada, pero no cabe la coordinación en el sentido genuino del término, ni caben tampoco, por tanto, planteamientos gradualistas en la transición hacia la UEM.

309

Este giro en la concepción de la segunda etapa —concepción que algunos han tachado de “fundamentalista” [véase Bini-Smaghi, Papadia y Padoa-Schioppa (93)]— tuvo dos implicaciones importantes: por una parte, se vació de contenido la institución central en la etapa de transición (que pasó a ser el Instituto Monetario Europeo, en lugar del Banco Central Europeo), puesto que no tenía ya funciones operativas⁷; por otra parte, la segunda fase se convirtió en una prolongación de la primera, más que una etapa diferenciada entre ésta y la tercera. Este replanteamiento de la transición exigía un salto cualitativo al inicio de la tercera etapa.

Cuando se aprobó el Tratado de Maastricht, en diciembre de 1991, no se pensaba, sin embargo, que el nuevo planteamiento de la transición hacia la UEM entrañara riesgos significativos, aunque era ciertamente más rupturista y menos “armonioso” que el plan inicial. Desde los puntos de vista institucional y formal, la transición había dejado de ser suave; pero se pensaba, por otro lado, que la estabilidad del Sistema Monetario Europeo era una garantía

⁷ En la redacción del Tratado, se contempla la posibilidad de que el IME sea el depositario y gestor de una parte de los recursos de divisas de los países miembros. Sin embargo, tal posibilidad no se ha visto plasmada en hechos, y la posibilidad de que así sea parece remota.

pa— y las dudas y la indefinición sobre la mejor manera de alcanzarlo. La fase de transición siempre ha estado rodeada de incertidumbre y ambigüedad; su planteamiento ha evolucionado notablemente en los últimos años, en parte como consecuencia de las discusiones mantenidas entre los estados miembros y, en parte, por la fuerza de los hechos.

El Plan Delors estaba imbuido de un espíritu gradualista que llevó a concebir la unión monetaria como un proceso en tres etapas, la segunda de las cuales era, de hecho, una “cuasiunión monetaria”. Cuando el Informe Delors se elaboró (1989), esta concepción parecía corresponderse con los hechos: el Sistema Monetario Europeo, cada vez más estable, tendía a configurarse como un mecanismo de tipos de cambio semifijos. Esta concepción gradualista del tránsito a la unión monetaria vino acompañada de la idea de un elevado grado de coordinación de las políticas monetarias como el régimen adecuado a esa fase de transición en la integración monetaria europea.

El Informe Delors, de acuerdo con esta filosofía, preveía que, a lo largo de la segunda etapa, se produciría “una transferencia gradual del poder de decisión al ámbito supranacional”. Este planteamiento, sin embargo, era contradictorio con la idea de que, a lo largo de dicha fase, se mantendría “la responsabilidad última en política monetaria en manos nacionales”. Los redactores del Informe fueron conscientes de esta contradicción, pero pensaron que se resolvería más adelante, de acuerdo con el espíritu cooperativo que había caracterizado el funcionamiento del SME hasta entonces. El Informe preveía, además, la creación del Banco Central Europeo en la segunda etapa, como mecanismo institucional para favorecer esa mayor cooperación entre los bancos centrales nacionales.

En las discusiones que rodearon el diseño del Plan para la Unión Monetaria se barajaron diversas ideas para concretar esa coordinación de las políticas monetarias. Se avanzaron dos propuestas en este sentido:

Por una parte, los representantes italianos sugirieron algún mecanismo de consulta previa, entre los bancos centrales europeos, de los movimientos de los tipos de interés.

Por otra parte, los representantes franceses propusieron que la coordinación se estableciera en el ámbito de la política cambiaria frente a terceras divisas. Se crearía, de acuerdo con esta idea, un Fondo de Reserva, que se nutriría de aportaciones de todos los bancos centrales, procedentes de sus reservas de divisas, y que se gestionaría por el Banco Central Europeo ya en la segunda fase. La política cambiaria del área frente al resto del mundo se decidiría, pues, de manera progresivamente centralizada, y ese elemento de

ciar al mayor margen de autonomía del que teóricamente disponen en la actualidad.

La cuestión clave, en relación con la transición a la unión monetaria, continúa siendo, en todo caso, la siguiente: ¿es posible pasar a la moneda única desde una situación de tipos de cambio teóricamente muy flexibles? Los problemas asociados a un tránsito a la unión monetaria súbito, mediante un salto cualitativo desde el actual SME, son básicamente, de tres tipos: en primer lugar, existen riesgos de desestabilización del mecanismo de cambios, como consecuencia de movimientos especulativos en el período inmediatamente anterior a la fijación irrevocable de las paridades; en segundo lugar, es posible que se cuestione la propia credibilidad del carácter irrevocable de esta última decisión; y, por último, introduce la necesidad de un trabajo preparatorio mucho más detallado, en la medida en que el cambio de régimen al inicio de la tercera etapa sea más radical.

Por lo que se refiere al primer tipo de problemas, es obvio que, a la luz de la experiencia de los últimos años, el riesgo de ataques especulativos desestabilizadores en la proximidad del paso a la tercera fase no debe ser subestimado. Piénsese que, según la experiencia de la crisis del SME —sobre todo en el otoño de 1992, pero también en otros episodios— la existencia de una fecha fija, ante la cual establecer estrategias especulativas, multiplica el potencial desestabilizador de los movimientos de capitales, que aumenta además, de manera acelerada, conforme se acerca la fecha crítica.

311

La magnitud de estos riesgos de inestabilidad dependerá, en todo caso, de factores como el grado de ajuste entre los tipos de cambio y los fundamentos, la opinión de los mercados respecto al escenario global de fijación irrevocable de las paridades y el grado de firmeza transmitido por las autoridades nacionales y por las instituciones de la Unión durante este período.

El segundo problema señalado es el relacionado con la credibilidad de la fijación irrevocable de las paridades. Es obvio que este problema no se planteará si, al inicio de la tercera etapa, se produce una rápida sustitución de las monedas nacionales por la moneda única. Pero últimamente se han alzado algunas voces en defensa de una sustitución gradual [ver, por ejemplo, Expert Group on the Changeover to the Single Currency, (1995)]. En tal caso, si persisten los signos monetarios nacionales, cabe también la posibilidad de que los agentes económicos diferencien entre unos y otros, si la confianza en su equivalencia no es total. En relación con este problema, un salto cualitativo al inicio de la tercera etapa, si no viene acompañado de una rápida sustitución de las monedas nacionales por el ecu, puede adolecer de falta

de que esa transición suave sí se produciría en el plano —posiblemente más importante— de las políticas y de los resultados macroeconómicos, en particular en el ámbito monetario y cambiario. La crisis del SME pondría de manifiesto, sin embargo, pocos meses después, que el gradualismo y la suavidad tampoco iban a ser posibles en el terreno de las políticas monetaria y cambiaria; que aquí también sería preciso un salto cualitativo hacia la unión monetaria, desde un modelo mucho más próximo a los tipos de cambio flexibles de lo que se había pensado al elaborar el proyecto de Unión Monetaria. Los países europeos se encontraron súbitamente, en fin, mucho más lejos de su objetivo; no sólo no habían avanzado hacia él, sino que habían retrocedido.

Durante una serie de meses, cundió el pesimismo en torno al proyecto de Unión Monetaria. La opinión predominante era muy escéptica respecto a sus posibilidades de éxito. Pero, cuando se asimiló la crisis del SME, comenzó a plantearse la posibilidad de una transición diferente de como se había concebido inicialmente, pero quizás factible, desde unos tipos de cambio básicamente flexibles a la Unión Monetaria.

310

En realidad, es exagerado afirmar que el SME actual, incluso con bandas del $\pm 15\%$, está próximo al modelo de flotación de los tipos de cambio. Aunque el margen teórico de fluctuación es muy grande, y aunque ha quedado de manifiesto, en los últimos años, que los bancos centrales apenas disponen de instrumentos para contrarrestar ataques especulativos intensos, los países europeos han continuado conduciendo sus políticas monetarias de manera coherente, en general, con el objetivo de estabilidad cambiaria. A título de ejemplo puede observarse, en el gráfico 4, la evolución de los tipos de interés de intervención de los bancos centrales de Alemania y Francia. Se observa que, tras la ampliación de bandas, se ha restablecido una elevada sincronía entre ambas series, reflejo de la alta prioridad otorgada, en Francia, al mantenimiento del vínculo entre el franco y el marco. A pesar de ello, el franco francés ha estado sometido a presiones depreciatorias en algún período, y su volatilidad frente al marco ha aumentado en comparación con la fase de estabilidad anterior al verano de 1992. Pero lo relevante, en relación con la transición hacia la UEM, es que ni Francia ni otros países del mecanismo de cambios pueden considerarse ejemplos de libre flotación, no porque exista algún mecanismo externo que imponga límites a la fluctuación de los tipos de cambio, sino porque, aun existiendo la posibilidad teórica de fluctuaciones muy amplias, muchos de estos países continúan prefiriendo seguir la pauta marcada por la política monetaria alemana, esperar que esta estrategia se traduzca en un tipo de cambio relativamente estable, y renun-

instrumentación de la política cambiaria, con los que ocurre lo mismo; los sistemas de pagos, que deberían estar totalmente integrados; la armonización contable, de manera que sea posible conocer los flujos de fondos del Sistema Europeo de Bancos Centrales en su conjunto; los sistemas informáticos, que garanticen una adecuada interconexión de los bancos centrales, y de éstos con los bancos comerciales con los que operan; y los mecanismos de toma de decisiones en el seno del Banco Central Europeo y del Sistema Europeo de Bancos Centrales, que deben funcionar a plena satisfacción desde el primer día.

Los problemas comentados son, ciertamente, superables, pero para ello hay que tenerlos muy presentes en el diseño de la unión monetaria. Tal como se ha señalado, la concepción de la fase de transición ha cambiado bastante radicalmente. Las razones de ese cambio obedecen a una combinación de elementos que vienen a resaltar los problemas que se pueden derivar de alargar excesivamente la fase de transición, en un contexto que requiere, para la estabilidad en los esquemas cambiarios, un entramado de reglas claro. Todo esto obliga a plantear estrategias diferentes de las que se habían concebido inicialmente. Es claro que un objetivo tan ambicioso como la unión monetaria solo es posible si existe la voluntad política de alcanzarlo. En ausencia de ésta, no hay planteamientos técnicos capaces de alcanzar el objetivo; y, de manera similar, si la voluntad política es clara, los problemas técnicos son solventables. Pero una inadecuada identificación de estos problemas —o, peor aún, su subestimación— puede introducir dificultades adicionales en un proceso ya de por sí suficientemente complejo. Cabe esperar que los países europeos —que en algunos de los puntos señalados mantienen posiciones discrepantes— sean conscientes de la necesidad de coherencia en las soluciones.

de credibilidad: piénsese que, de un día para otro, los agentes económicos tiene que creer que divisas que podían experimentar fluctuaciones muy intensas entre sí —en los mercados de cambios, fluctuaciones del 1% ó 2% en cuestión de horas no son anormales— han pasado a tener paridades absolutamente fijas y a ser sustitutivos perfectos. Desde este punto de vista, el gradualismo del proyecto inicial —en el sentido de que, a lo largo de la etapa segunda, la estabilidad cambiaria fuera cada vez mayor— hubiera tenido, posiblemente, sus ventajas, puesto que habría permitido una adaptación progresiva y natural a la idea de que las cotizaciones intraeuropeas iban siendo gradualmente más fijas. La estrategia del salto cualitativo puede ser razonable, o incluso preferible, si se plantea de una manera completa: tanto en lo que atañe a la capacidad de decisión como en lo relativo a la sustitución de las monedas nacionales por el ecu. Sin embargo, este modelo —que se ha denominado “big bang”— tiene pocas posibilidades de ser el finalmente elegido [véase Instituto Monetario Europeo (1995) y Comisión Europea (1995)].

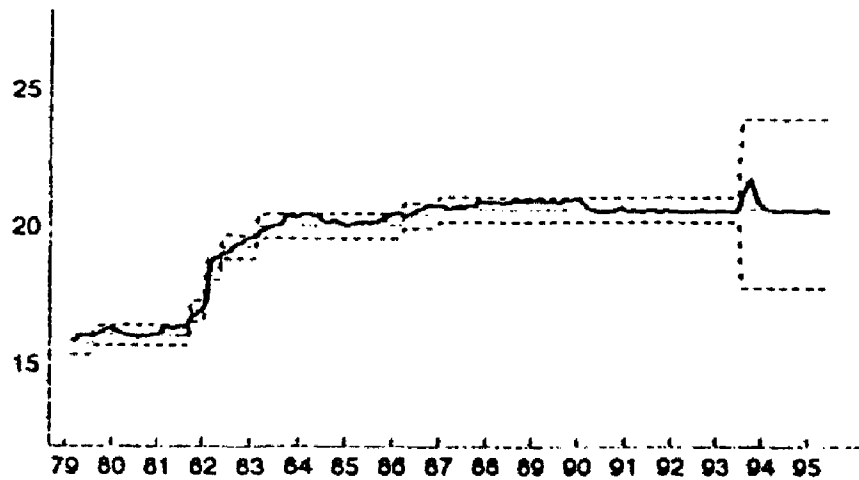
312

Parece claro que el traspaso de la capacidad de decisión al ámbito supranacional deberá ser, forzosamente, un proceso radical. No obstante, la introducción de la moneda única puede ser un proceso más gradual, y posterior, en todo caso, a la centralización de la capacidad de decisión. Se están discutiendo diversas opciones, en las cuales la moneda única se introduciría de manera más o menos rápida y con carácter más generalizado o más selectivo. En cualquiera de los casos, la contradicción entre un inicio de la tercera fase de manera abrupta y un mayor gradualismo o un retraso en la introducción de la moneda única puede plantear numerosos problemas, desde el punto de vista de la credibilidad del proceso.

Por último, el modelo de salto cualitativo de la segunda a la tercera fase exige un trabajo preparatorio mucho más intenso y detallado. En efecto, una transición gradual hubiera permitido ir estableciendo, de manera pausada, algunos aspectos de la unión monetaria, con anterioridad a la fijación irrevocable de las paridades. Hubiera sido posible, incluso, “experimentar” en algunos aspectos, como en la gestión de las reservas, de acuerdo con la propuesta francesa comentada anteriormente. Sin embargo, un paso a la unión monetaria como el que se configura en la actualidad exige que numerosas facetas, conectadas con la política monetaria, estén perfectamente preparadas para entrar en pleno funcionamiento de la noche a la mañana, sin posibilidad alguna de ensayo previo. Entre estas facetas cabe mencionar: los instrumentos propios de una política monetaria única, cuya armonización debe ser prácticamente total desde el principio de la tercera fase; los aspectos de

GRAFICO I (Continuación)
TIPOS DE CAMBIO DE MERCADO Y CENTRAL FRENTA AL MARCO
CON SUS TIPOS DE INTERVENCION OBLIGATORIA
Marzo- 1979/Junio-1995

FRANCO-BELGA



FLORÍN HOLANDES

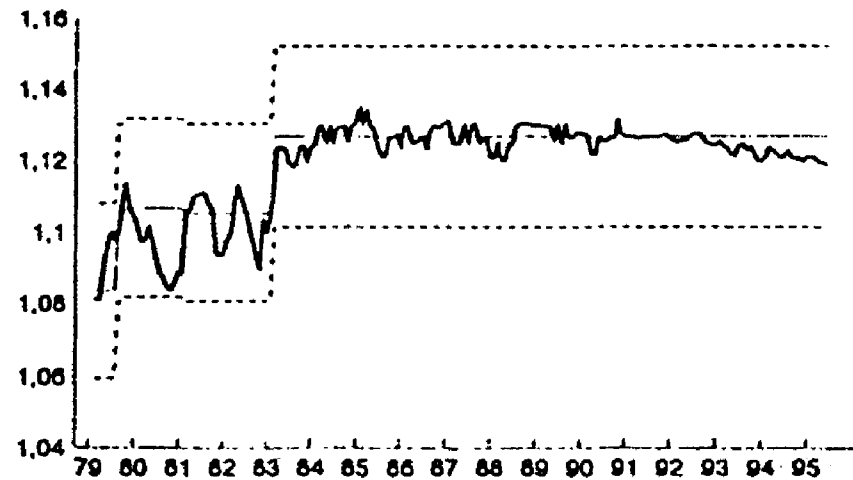
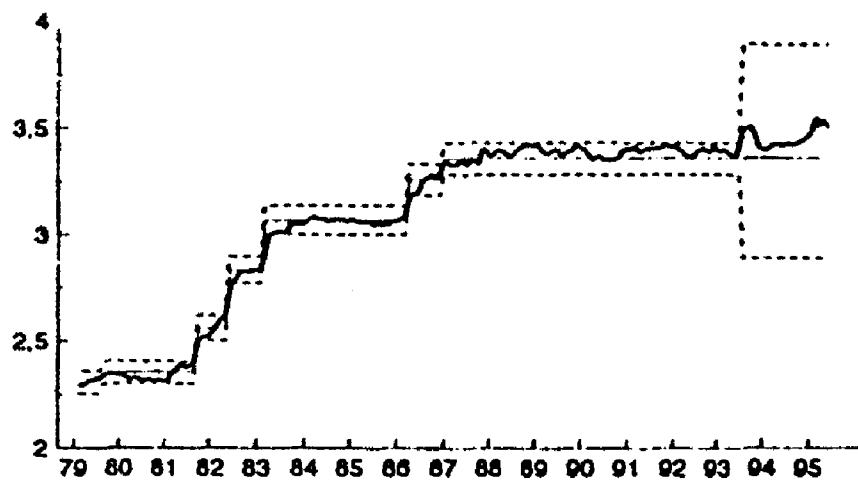


GRAFICO I
TIPOS DE CAMBIO DE MERCADO Y CENTRAL FRENTA AL MARCO
CON SUS TIPOS DE INTERVENCION OBLIGATORIA
Marzo- 1979/Junio-1995

FRANCO-FRANCES



LIBRA IRLANDESA

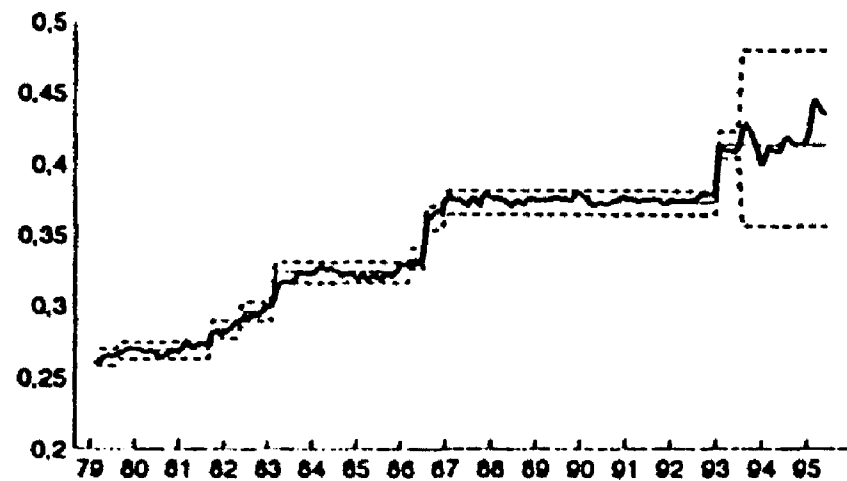
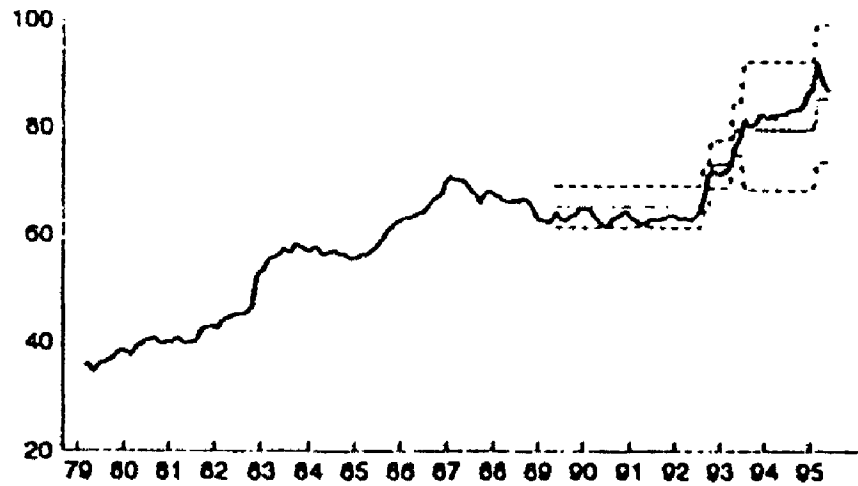


GRAFICO I (Continuación)
TIPOS DE CAMBIO DE MERCADO Y CENTRAL FRENTA AL MARCO
CON SUS TIPOS DE INTERVENCION OBLIGATORIA
Marzo-1979/Junio-1995

PESETA



CHELÍN AUSTRIACO

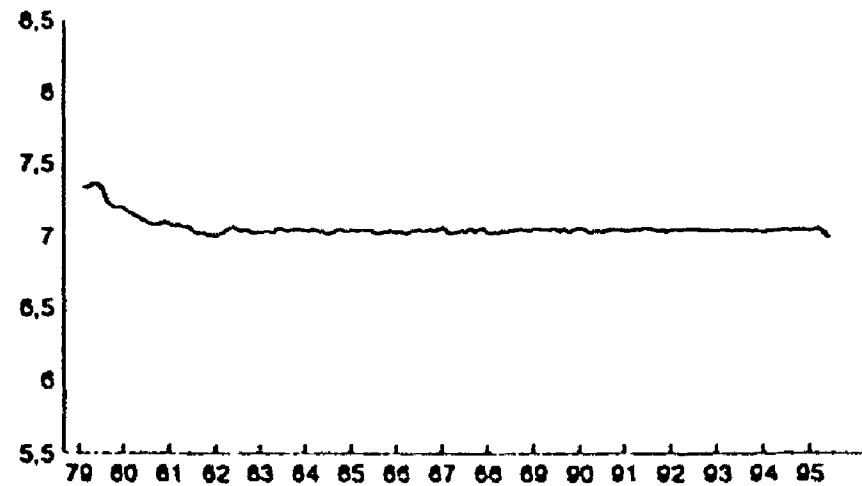
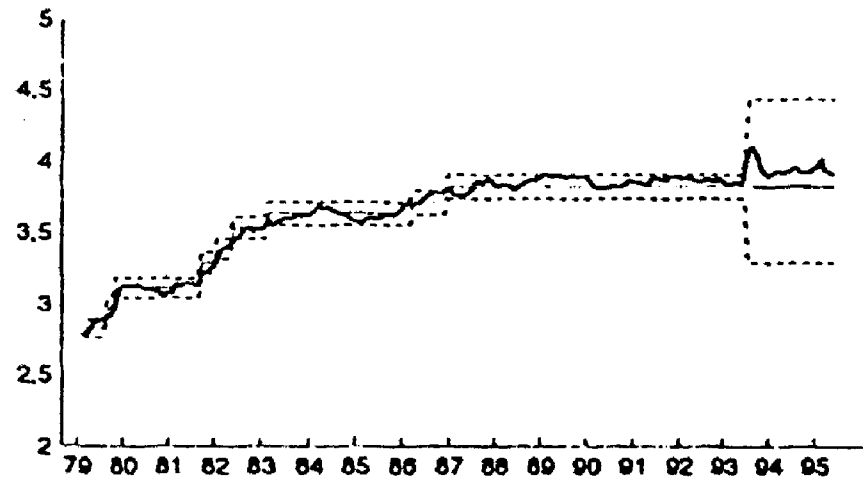


GRAFICO I (Continuación)
 TIPOS DE CAMBIO DE MERCADO Y CENTRAL FRENTA AL MARCO
 CON SUS TIPOS DE INTERVENCION OBLIGATORIA
 Marzo- 1979/Junio-1995

CORONA DANESA



ESCUDO PORTUGUES

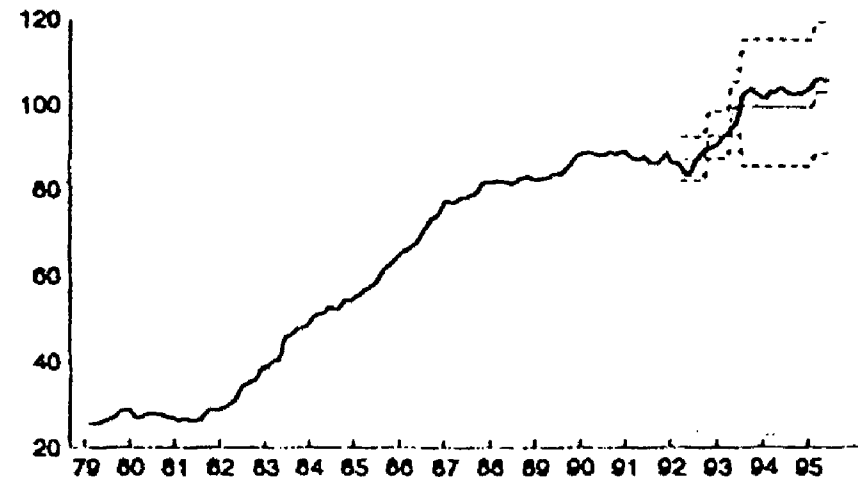


GRAFICO 2
S.M.E. (BANDA ESTRECHA ORIGINAL)

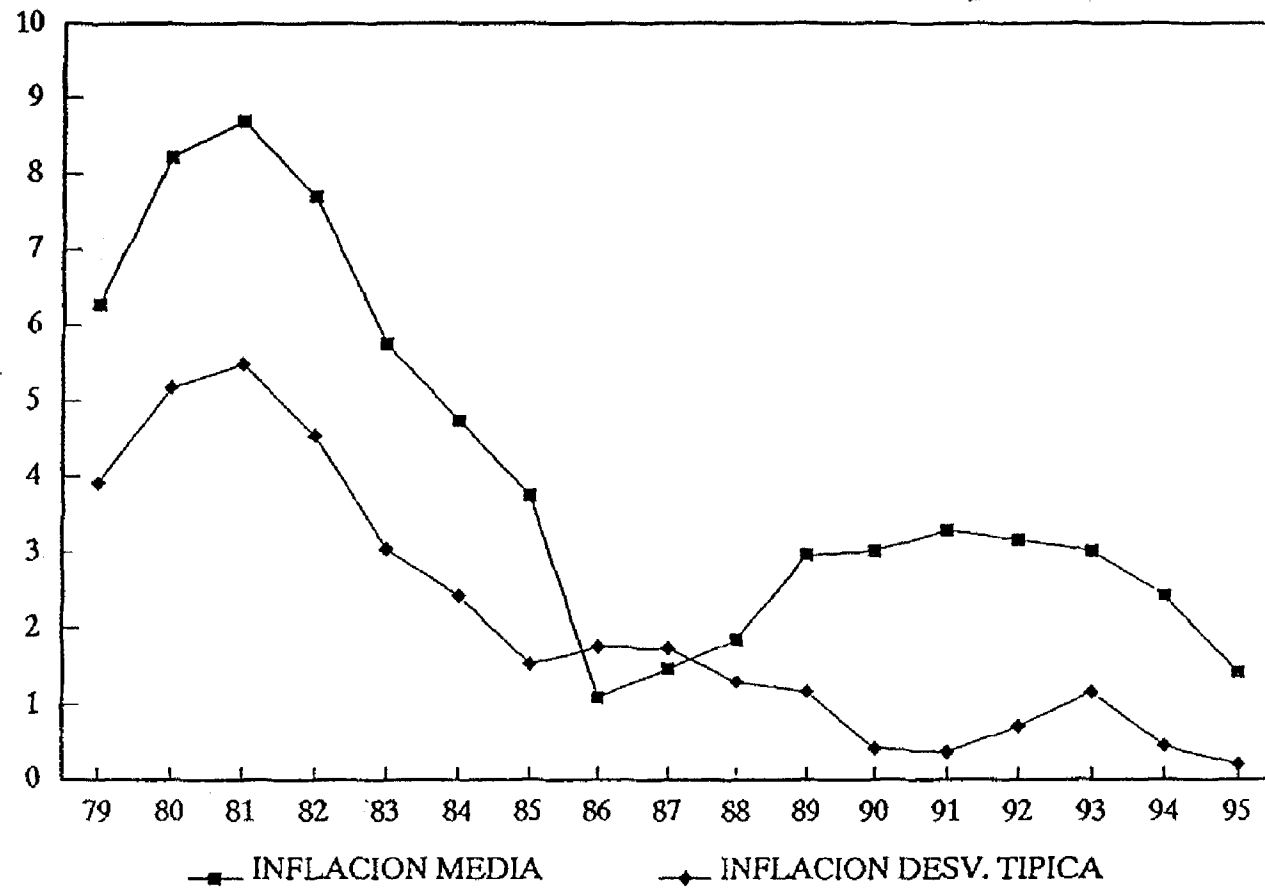
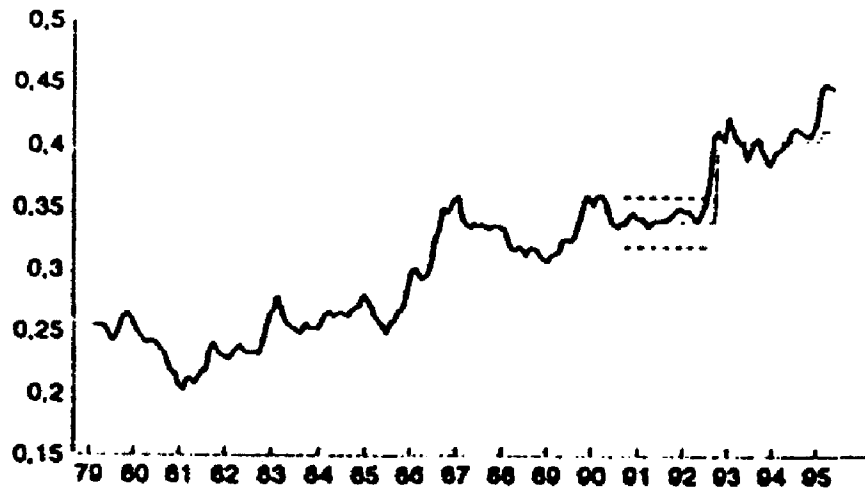


GRAFICO I (Continuación)
TIPOS DE CAMBIO DE MERCADO Y CENTRAL FRENTA AL MARCO
CON SUS TIPOS DE INTERVENCION OBLIGATORIA
Marzo-1979/Junio-1995

LIBRA ESTERLINA



LIRA ITALIANA

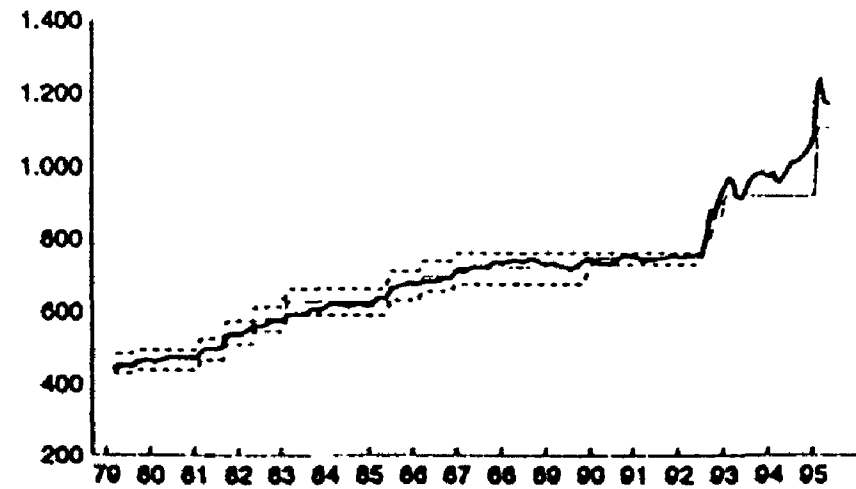


GRAFICO 3 (Continuación)
POSICION DE CADA MONEDA EN EL SME
Del 19 de Junio de 1989 hasta el 19 de Junio de 1995

FRANCO FRANCES

PESETA

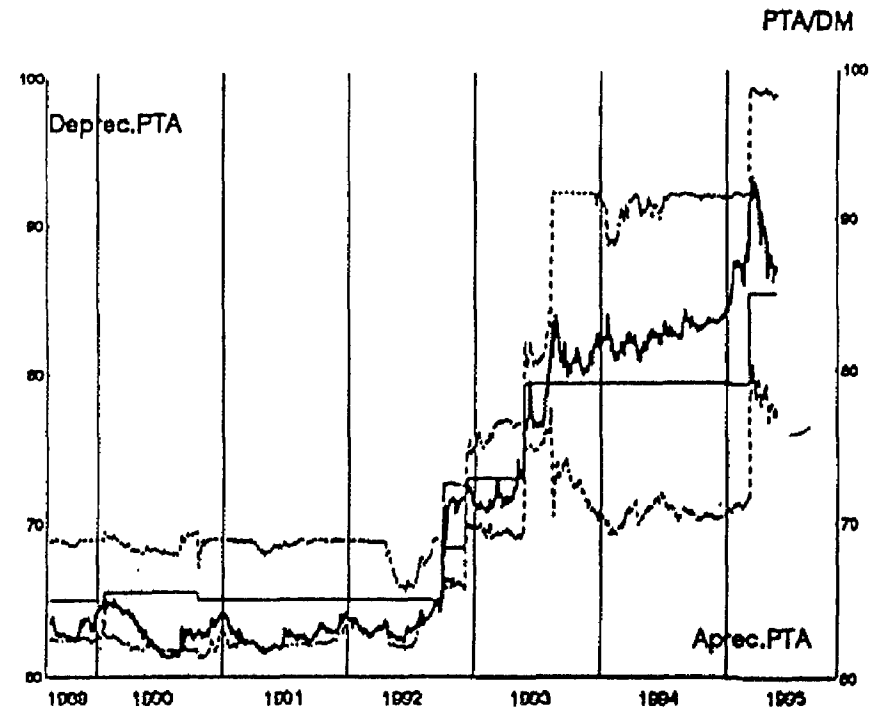
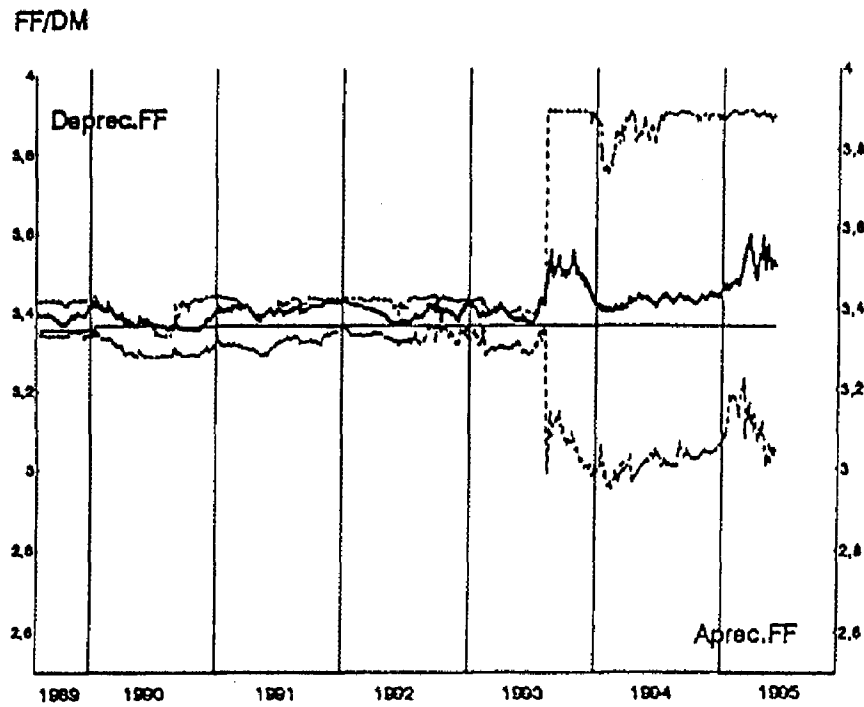
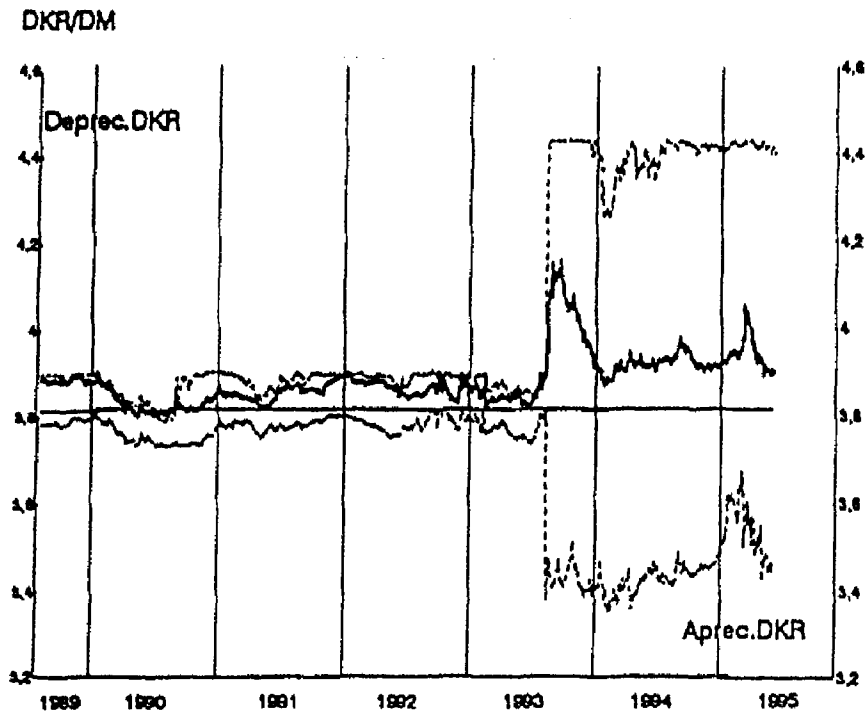
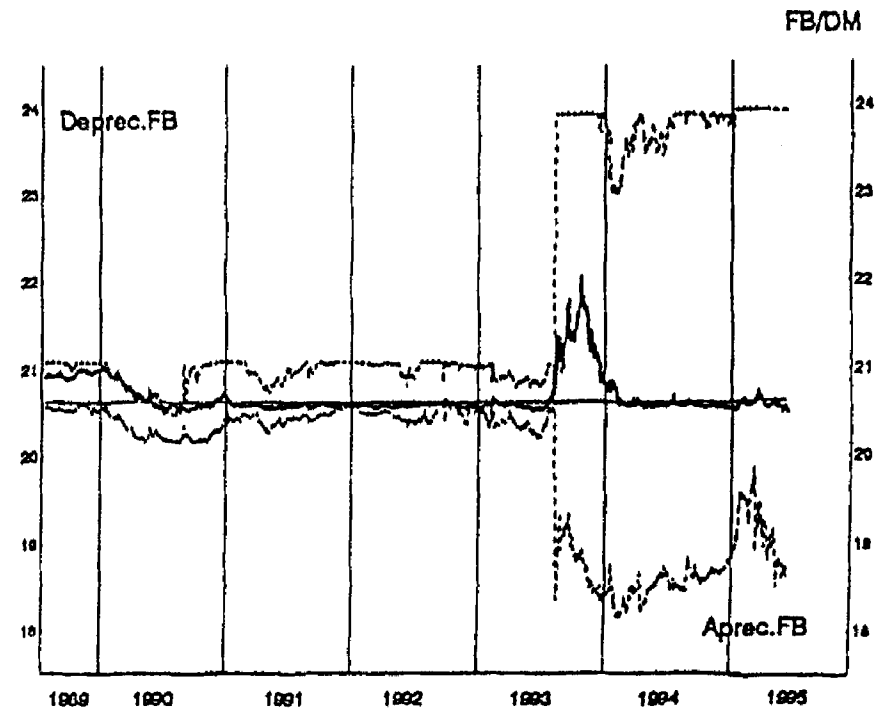


GRAFICO 3
 POSICION DE CADA MONEDA EN EL SME
 Del 19 de Junio de 1989 hasta el 19 de Junio de 1995

CORONA DANESA



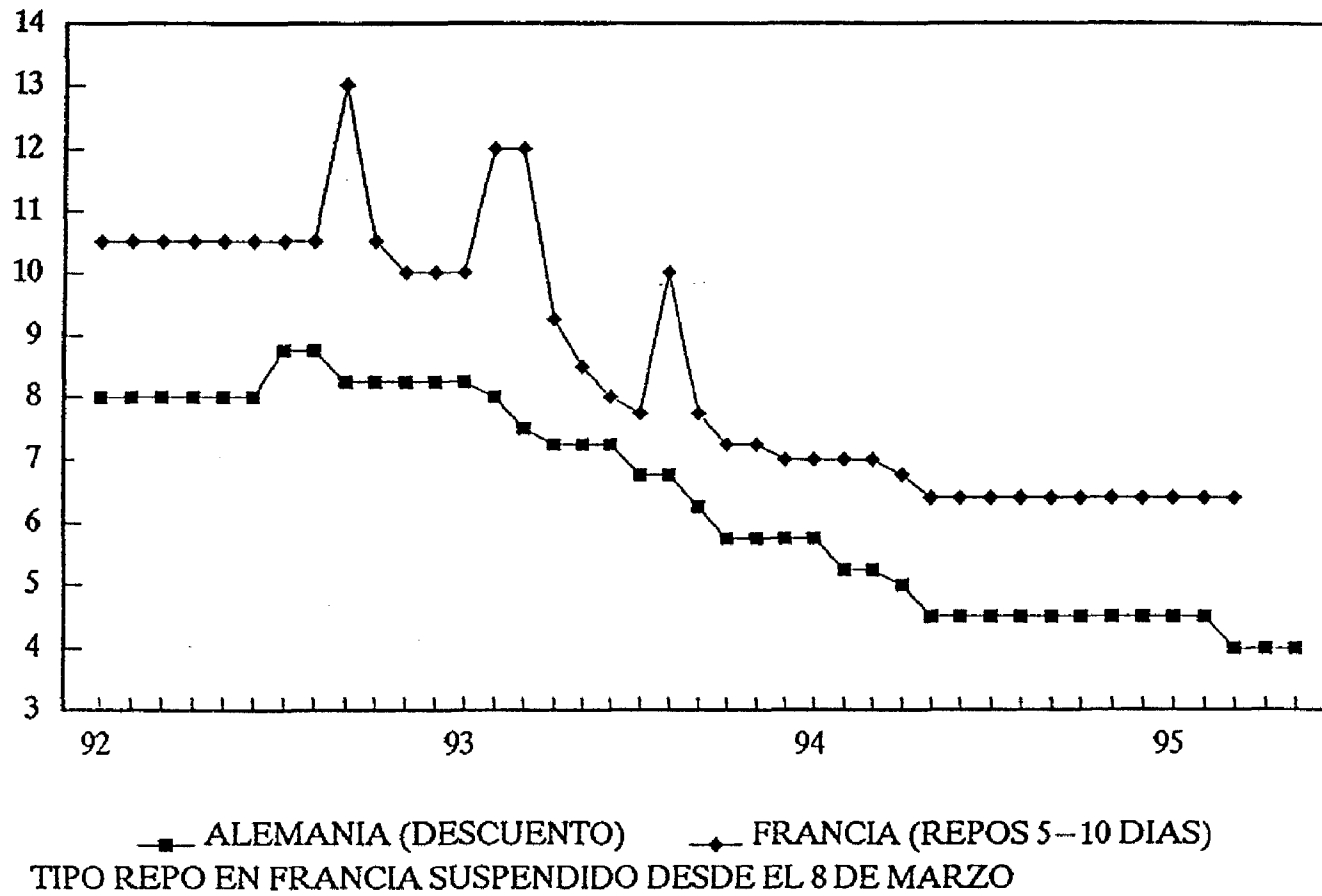
FRANCO BELGA



BIBLIOGRAFIA

- ALONSO, J. y LINDE, L. M. (1993): "*Mercados de divisas y crisis cambiarias: una nota a propósito del informe del Grupo de los Diez*", Fundación FIES. Cuadernos de Información Económica nº 76-77.
- BENNET, ADAM G.G. (1994): "*Currency Boards: Issues and Experiences*", International Monetary Fund. PPAA/94/18. Septiembre.
- BINI-SMAGHI, PAPADIA y PADOA-SCHIOPPA (1993): "*The transition to EMU: two central issues in the policy history of the Maastricht Treaty*", in CEPR: The monetary future of Europe.
- COMISIÓN EUROPEA (1995): *Green Paper on the practical arrangements for the introduction of the Single Currency*, mayo.
- COMUNIDADES EUROPEAS (1988); Comité para el Estudio de la Unión Económica y Monetaria. Informe sobre la Unión Económica y Monetaria de la Comunidad (Informe Delors), Oficina de las Publicaciones Oficiales de la CE, Luxemburgo.
- CROCKETT, A. (1994): "*Monetary Policy Implications of International Capital Flows*". en "Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Kansas City.
- EICHENGREEN, B. (1994): *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, The Brookings Institution.
- EICHENGREEN, B.; TOBIN, J. y WYPLOSZ, C. (1995): "*Two cases for sand in the wheels of international finance*". The Economic Journal. Royal Economic Society. V. 105, nº 128, pp. 162-172. Enero.
- "EXPERT GROUP on the CHANGEOVER to the SINGLE CURRENCY" (1995): "*Progress Report on the preparation of the changlover to the single european currency*" Mayo.
- FROOT, K.A., y THALER, R.H.: "*Anomalies: Foreign Exchange*", Journal of Economic Perspectives, Vol 4. Nº 3. Summer.
- 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*", International Monetary Fund. Abril.
- GUTIÁN, M. (1995): *El sistema monetario internacional: realismo o ambición*. En Economistas, Enero.
- INSTITUTO MONETARIO EUROPEO (1995): Informe anual.

GRAFICO 4
TIPOS DE INTERVENCION
(ALEMANIA Y FRANCIA)



La Agenda de Reformas

Perspectivas Alternativas

En esta última sección se presentan algunas propuestas de reordenamiento del sistema financiero internacional.

Barry Eichengreen, James Tobin y Charles Wyplosz plantean la necesidad de limitar de alguna manera los movimientos de capitales recomendando para ello el establecimiento de un impuesto sobre las transacciones internacionales que limitaría la excesiva volatilidad de las mismas.

Carlos Massad después de reparar las bases de funcionamiento del Sistema Monetario Internacional establecido en Bretton Woods, contrasta la teoría con los hechos para señalar las principales deficiencias del sistema. Más adelante describe los acuerdos internacionales prevalecientes en la actualidad y los efectos diferenciales entre los países desarrollados y en desarrollo. Finalmente, presenta algunas sugerencias de reordenación del sistema monetario internacional y ciertas líneas de actuación en la transición hacia el nuevo sistema.

- KRUGMAN, P. y MILLER, M. (1992): “*Why Have a target zone?*”. CEPR Discussion Paper Series, N° 718, Octubre.
- LARROSIERE, J. de (1988): “*First stages towards the creation of a European Reserve Bank: the creation of a European Reserve Fund*”, en Comunidades Europeas (1988), op.cit.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (1990): “*Financial and monetary integration in Europe: 1990, 1992 and beyond*”, Group of Thirty, Occasional Papers, nº 28.
- ROJO, L.A. (1995): *Discurso con motivo de la investidura como Doctor “Honoris Causa” por la Universidad de Alcalá*, Banco de España, Boletín Económico, Mayo.

Barry Eichengreen (*)
James Tobin (**)
Charles Wyplosz (***)

Dos Argumentos para Echar Arena en las Ruedas de la Financiación Internacional (**)**

Introducción

La incompatibilidad de tipos de cambio fijos, la movilidad internacional de capitales y la autonomía monetaria nacional son postulados básicos de la macroeconomía abierta. Antes del fracaso del Sistema de Bretton Woods, los análisis económicos normalmente sostenían que las naciones que buscaban mantener la estabilidad del tipo de cambio tendrían que comprometer su independencia monetaria. La experiencia subsecuente sugiere que estas conclusiones formuladas en un período en que muchos países mantenían el control de los movimientos de capitales, quizá subestimaban el dilema. En el mundo actual de alta movilidad de capitales el menor ejercicio de autonomía política puede producir grandes presiones del mercado cambiario. La incertidumbre moderada sobre si las autoridades monetarias nacionales se inclinan a hacer uso de su independencia teórica puede conducir a una considerable volatilidad del mercado financiero. Si las monedas flotan, pueden fluctuar ampliamente¹. Si las autoridades intentan fijarlas, los costos de llevarlo a cabo, medidos en pérdidas de reservas o aumento de tasas de interés pueden ser demasiado elevados. Incluso un gobierno preparado para mantener un tipo de cambio fijo puede estar desincentivado o imposibilitado para llevarlo a cabo cuando es atacado por los mer-

327

(*) Universidad de California en Berkeley.

(**) Universidad de Yale.

(***) ENSEAD.

(****) Artículo publicado en *The Economic Journal*, 105, Enero, 1995.

¹ En la formulación más importante (Dornbusch, 1976) esto es debido a las diferentes velocidades a las que se ajustan los mercados de activos y de bienes. Los aspectos relativos a la volatilidad del tipo de cambio han sido extensamente documentados (Woo, 1985; Rose, 1994).

Finalmente, **Hans Singer** vuelve a replantear la antigua propuesta de Timbergen, Hart y Kaldor sobre la conveniencia de crear una moneda mundial de reserva basada en las materias primas. Con ello, se vuelve sobre las ideas de Keynes de que mediante ese mecanismo se podría regular la creación de liquidez internacional, se podrían estabilizar los términos del intercambio de los países productores de materias primas y que se mejoraría la distribución del ingreso mundial entre los países en vías de desarrollo.

dominante, el dólar, proporcionó un punto focal para otros países, facilitando el proceso de coordinación de las políticas internacionales.

Además, los países podían y protegían sus monedas aplicando regulaciones cambiarias y controles de capitales. La efectividad de los controles fue apoyada por restricciones sobre la banca internacional, legisladas en respuesta a la Gran Depresión y por el hecho de que los mercados de bonos internacionales no se habían recuperado todavía de los incumplimientos de la década de 1930. En este contexto, los controles podían funcionar. En conjunto con mercados inactivos, estos controles limitaron los flujos financieros internacionales y proporcionaron un espacio de maniobra a los gobiernos. Facilitaron las compensaciones recíprocas entre los objetivos internos y la defensa del tipo de cambio fijo. Aunque nunca fueron impermeables y fueron progresivamente menos eficaces según pasaba el tiempo, redujeron el costo de defender una moneda fija y proporcionaron espacios descongestionados para que los gobiernos consultaran antes de las devaluaciones. Los controles hicieron posible tipos de cambio fijos pero ajustables.

Finalmente, los votantes fueron más tolerantes con las consecuencias económicas del desalineamiento del tipo de cambio porque la reconstrucción de postguerra y "la puesta al día" proporcionó una singular esfera de acción para el crecimiento. Con el rápido crecimiento de los países industrializados, sus gobiernos tuvieron poca necesidad de comprometerse con políticas monetarias y fiscales discrecionales. En estas circunstancias, los votantes se vieron un poco perturbados por los costos del desalineamiento de las monedas. El aislamiento político conferido así a los gobiernos, reforzó la credibilidad de su compromiso con tasas fijas.

Hoy en día los gobiernos se ven forzados a responsabilizarse más de los resultados macroeconómicos. La politización de las políticas macroeconómicas ha minado la credibilidad de los compromisos respecto del tipo de cambio. El surgimiento de la movilidad internacional de capitales ha agudizado los efectos de compensación de las políticas, reduciendo el espacio de los gobiernos para maniobrar. Ha eliminado el espacio libre requerido para consultar y arreglar ordenadamente la realineación. Por todas estas razones y más, las fijaciones ajustables ya no son viables⁴.

⁴ En consecuencia, los defensores de la paridad oficial se han inclinado hacia la flexibilidad del mercado mediante la ampliación substancial de las desviaciones permisibles de las bandas respecto a las paridades, suavizando las fórmulas para el ajuste automático de las paridades centrales de acuerdo con la experiencia del mercado. Véase por ejemplo, Henning y Williamson (1994). Incluso así, estos parámetros del sistema, las paridades centrales y los límites de las bandas, son vulnerables a los ataques especulativos cuando quiera que aparezca que los riesgos del cambio oficial predominen en una dirección.

cados y forzado a elevar las tasas de interés a alturas astronómicas. En otras palabras, los intentos de fijar el tipo de cambio pueden ser destruidos por ataques racionales que se autoalimentan².

Esto deja dos posibilidades. Una es hacer el tipo de cambio inflexible, no ajustable e irrevocablemente fijo, como sucede realmente dentro de Estados Unidos, Canadá y otras federaciones. El único medio creíble para hacer esto es la unificación monetaria. Mediante la eliminación del tipo de cambio, la unificación monetaria elimina las fluctuaciones cambiarias. Este es el camino que la Unión Europea ha optado por seguir. Pero como el lento y rocoso camino de Maastricht lo ha demostrado, queda una amplia esfera de acción para la inestabilidad del tipo de cambio durante la transición, una inestabilidad tan severa que amenaza con impedir que la UE logre su meta.

Otra opción es vivir con tipos de cambio flotantes. En cierto sentido es inevitable; aún cuando un núcleo de países de la UE forme una unión monetaria inicial, el día en que la unificación monetaria abarque toda Europa, ni que decir del Grupo de los Siete, las emergentes economías industrializadas de Asia y el resto del mundo está mucho más distante. Nos quedaremos con monedas nacionales durante muchos años. Deberíamos encontrar una manera de vivir con ellas.

328

De cualquier modo, se pueden dar argumentos convincentes para “echar arena en las ruedas” de la financiación internacional. Allí donde la unificación monetaria no es una opción, ésta es una manera de hacer tolerables las distintas monedas nacionales y, los mercados de dinero y de capitales compatibles con una modesta autonomía nacional en políticas monetarias y macroeconómicas. Para los países de la UE, que se esfuerzan por crear una unión monetaria, es la única manera política y económicamente factible de completar la transición hacia la Etapa III del proceso Maastricht.

Un Impuesto Sobre las Transacciones Globales³

La nostalgia por el Sistema de Bretton Woods previo a 1971 refleja una mentalidad de que “el pasado era mejor” en lugar de reflejar un análisis más profundo. Bretton Woods se benefició de circunstancias que ahora no existen. El sistema se organizó en torno a un país líder, Estados Unidos, con poder financiero internacional para hacer su moneda inviolable. La moneda

² Véase Flood y Garber (1983) y Obstfeld (1986). Obstfeld (1994) describe una variedad de circunstancias en las cuales un gobierno optimizador que desee fijar el tipo de cambio se verá forzado a abandonar este compromiso debido a un ataque que se transforma en una profecía auto-cumplida.

³ Esta sección desarrolla un argumento elaborado por primera vez por Tobin (1978).

Cuando algunos mercados se ajustan en forma imperfecta se puede reforzar el bienestar por medio del ajuste de otros. El impuesto sobre las transacciones es una forma de echar arena en las ruedas de vehículos financieros super eficientes. El 0,5% del impuesto se traduce en una tasa anual de un 4% en un viaje de ida y vuelta de tres meses de duración dentro de un mercado de divisas y más para viajes más cortos. Es este efecto, el que crea espacio para las diferencias en las tasas de interés internas permitiendo a las políticas monetarias nacionales responder a las necesidades macroeconómicas internas. El mismo impuesto sería un pequeño freno para hacer más lentos los viajes de ida y vuelta. Tendría una consideración insignificante en la cartera de largo plazo o en las *inversiones directas* en otras economías. Sería muy pequeño, con relación a los costos comerciales y de transporte como para tener demasiado efecto en el comercio de bienes.

J. M. Keynes señaló en 1936 que el impuesto sobre las transacciones podría fortalecer el peso de “long-range fundamentals” en los procesos de formación de precios de los valores, en contraste con las suposiciones de los especuladores del comportamiento de corto plazo respecto de otros especuladores. La ejemplar discusión de Keynes también se aplica al mercado de divisas (como lo reconoció al recomendar el mantenimiento de las restricciones sobre las transacciones en Bretton Woods); los especuladores se concentran en cómo responderán “los mercados” a determinada información y no en significados y predicciones económicas básicas.

331

La esperanza de que los impuestos sobre las transacciones disminuirían el exceso de volatilidad depende de la probabilidad de que los especuladores de Keynes tengan horizontes temporales y períodos de tenencia más cortos que aquellos participantes en el mercado comprometidos con la inversión extranjera de largo plazo y orientados, por otra parte, hacia variables más fundamentales. Si es así, los especuladores son los más afectados por el impuesto. Es cierto que se podrían desincentivar también algunas transacciones estabilizadoras; los inversionistas atentos a variables fundamentales respecto a las oportunidades a largo plazo generadas por excentricidades especulativas también tendrían que pagar el impuesto. La opinión de que esas influencias benignas ahora no son dominantes en el corto plazo se basa en el supuesto de que los mercados no serían tan volátiles, en el caso que lo fuesen.

El principal propósito del impuesto es ampliar la autonomía de las políticas monetarias nacionales. Esto no depende de su éxito en reducir la volatilidad⁵. Por supuesto, el impuesto no permitiría que las autoridades macroeco-

⁵ Sobre esta materia, véase Kupiec (1992).

Al mismo tiempo, la experiencia desde 1971 no ha validado los reclamos más extremos de los defensores de las tasas flotantes. Ellos pensaron que los tipos de cambio podrían dejarse a los mercados privados y que el abandono oficial de éstos sería indudablemente benigno, de hecho óptimo. Resultó que los gobiernos no podían ser indiferentes a los mercados monetarios. La volatilidad en los tipos de cambio y las tasas de interés inducidas por la especulación y los flujos de capitales podían tener consecuencias económicas reales devastadoras para sectores particulares y economías en conjunto. Por ejemplo, la apreciación del dólar contra el yen japonés a comienzos de la década de los 80, casi destruyó la industria automotriz norteamericana y puso en peligro el apoyo de Estados Unidos para la liberalización multilateral del comercio.

Los defensores de las tasas flotantes habían argumentado que librarían a las políticas monetarias nacionales de las restricciones impuestas por los compromisos para defender las paridades oficiales. Pero el mismo arbitraje del interés que limita la autonomía de un banco central en un régimen de tipo de cambio fijo, restringe sus poderes bajo el flotante. Si similares activos financieros denominados en diferentes monedas son perfectos sustitutos en las carteras privadas, no pueden soportar diferentes tasas de interés de retorno en sus monedas internas, a menos que esas diferencias sean compensadas por movimientos esperados en el tipo de cambio. Los bancos centrales y los gobiernos no siempre pueden crear expectativas del tipo de cambio, compatibles con las tasas de interés internas que deseen. Es verdad que la volatilidad del mercado cambiario en sí mismo debe hacer de los activos en diferentes monedas, sustitutos imperfectos y crear políticas monetarias independientes. Pero las oscilaciones en la sensibilidad del mercado que generan mucha volatilidad no ayudan.

La globalización de los mercados financieros ha sido un logro muy anunciado. Las innovaciones en las tecnologías de la computación y las comunicaciones, los nuevos mercados e instituciones y las olas de desregulación han desatado un diluvio de transacciones financieras domésticas e internacionales. Están comprometidos vastos recursos de inteligencia humana. Evidentemente, sólo las transacciones brutas en divisas ascienden a un trillón de dólares diarios. Las economías de escala son enormes. Los costos de la transacción son pequeños y virtualmente independientes de la cantidad transada. El arbitraje o las transacciones especulativas en divisas son tan grandes que los porcentajes minúsculos de variación del precio dan enormes ganancias o pérdidas en el capital comprometido. Los resultados de los mercados financieros chocan con las economías reales, locales, nacionales e internacionales, donde los ajustes son lentos, las transacciones son costosas y el transporte es lento y caro, las sustituciones son imperfectas y consumidoras de tiempo y las expectativas son confusas.

entonces es muy asumible que una o ambas de estas instituciones podría eventualmente responsabilizarse de administrar un impuesto sobre las transacciones de divisas globales.

Un Impuesto sobre los Préstamos a No Residentes para la Etapa II del Proceso Maastricht⁷

Para los miembros de la Unión Europea la aparición de las fechas límites para la entrada en vigor de Maastricht no puede esperar una solución global. Deben proceder antes de recibir las promesas de que otros países seguirían. En consecuencia, recomendamos que ellos apliquen un impuesto o un requisito de depósito sobre todo préstamo en moneda interna a los no residentes, para así desincentivar por igual todas las ventas especulativas de esa moneda, sin considerar el mercado donde se lleven a cabo.

El Tratado de Maastricht especifica las condiciones bajo las cuales un país se clasificará para la participación en la Unión Monetaria Europea. Una de éstas es que su tipo de cambio haya permanecido dentro de las bandas de fluctuación SME "normales" sin devaluación a lo menos durante dos años antes de entrar. Por consiguiente, un ataque especulativo que obliga a un país a devaluar o a suspender su calidad de miembro del SME durante los últimos dos años podría efectivamente excluir su participación en la UME (Unión Monetaria Europea).

333

La respuesta oficial es que los países sólo requieren adoptar políticas de convergencia suficientes para asegurar que sus divisas se mantengan dentro de las bandas SME normales durante el período requerido. Pero cuando existe el espacio para ataques especulativos que se autocumplen, no bastará con un compromiso hacia políticas de convergencia y voluntad de armonización. Considérese, por ejemplo, un país dispuesto a soportar altas tasas de interés y otras formas de austeridad en el presente, a cambio de calificarse para la UME más adelante. Sus políticas pasadas y presentes serán consistentes con el mantenimiento de la estabilidad del tipo de cambio. Sin embargo, si hay un ataque especulativo se verá forzado a aumentar las tasas de interés a un nivel más alto para impedir las ventas especulativas. Los costos de la austeridad en el presente se verán aumentados respecto a los beneficios de los miembros de la UME más adelante, lo que llevaría al gobierno a concluir que el costo de calificarse para la UME se ha vuelto demasiado alto.

⁷ Esta sección esta basada en el trabajo conjunto con Andrew Rose (Eichengreen, Rose y Wyplosz, 1994).

nómicas nacionales ignorasen las repercusiones internacionales de sus políticas. En particular, no podría proteger sub-valoraciones evidentes en las paridades cambiarias; la utilidad de los especuladores al apostar por inevitables realineamientos de corto plazo excedería sobradamente los costos del impuesto. El impuesto tampoco haría innecesaria o indeseable la coordinación de la política macroeconómica entre los principales gobiernos. El G-7 debería ocuparse más de lo que lo hace ahora, del nivel promedio mundial y las tendencias de las tasas de interés, de las que las naciones individuales se desviarían de acuerdo con sus circunstancias.

Un impuesto sobre las transacciones en la compra y venta de divisas tendría que ser universal y uniforme; tendría que aplicarse a todas las jurisdicciones y la tasa tendría que ser igualada a través de los mercados⁶. Si fuese establecido unilateralmente por un país, el mercado de divisas de ese país simplemente se trasladaría al extranjero. Si el impuesto fuese sólo aplicado por Francia, por ejemplo, los bancos franceses podrían enviar francos a sucursales extranjeras, donde se podrían vender por divisas libres de impuestos. El cumplimiento en la aplicación del impuesto universal dependería principalmente de los principales bancos y de las jurisdicciones que los regulen. La supervisión de las autoridades reguladoras nacionales podría ser responsabilidad de una agencia multilateral como el Banco de Pagos Internacionales (Bank for International Settlements, BIS) o del Fondo Monetario Internacional. Podría ser autorizada para establecer la magnitud del impuesto dentro de ciertos límites. Tendría que contar con sanciones que podrían ser aplicadas en los países que no cumplen con la medida.

Aquellos inclinados a descartar tales propuestas por ser poco realistas merecen recordar que otra organización multilateral, el GATT, ha tenido éxito en hacer cumplir reglas mucho más complejas de conducta económica internacional. Además, hay una buena razón para pensar que el futuro del BIS y el FMI queda precisamente en la jurisdicción de la supervisión financiera internacional. En tanto en cuanto la banca nacional y los sistemas de pagos estén más estrechamente entrelazados, los riesgos sistémicos aumentarán. Ningún prestamista nacional de última instancia tendrá un incentivo suficiente para apoyar una red global de sistemas de pagos nacionales interconectados, creando un peligroso problema de usuario gratuito y un papel obvio para la supervisión multilateral y la intervención. Si de cualquier modo, es ésta la dirección hacia la que el BIS y el FMI están encaminados,

⁶ Ciertas transacciones podrían estar exentas de su aplicación a solicitud de los gobiernos que lo requieran al administrador internacional del sistema.

la UME, puesto que la unión monetaria les ofrece una solución permanente al problema planteado por las fluctuaciones del tipo de cambio¹¹. Es una estrategia a la que se es conducido sólo si los otros caminos hacia la unión monetaria están bloqueados. El mejor camino, por supuesto, es el más directo. Supóngase que los participantes del mercado financiero se despiertan un día lunes por la mañana y se enteran que un subconjunto de países de la UME ha formado una unión monetaria durante el fin de semana, que el Instituto Monetario Europeo se ha transformado en el Banco Central Europeo y que este último es, de ahí en adelante, el único emisor de las monedas de los países participantes, el cual está dispuesto a intercambiar a la par. Los problemas de transición se eliminarían eliminando la transición. Sin embargo, en la práctica, este resultado es más improbable. La razón misma por la que Alemania insistió en las tres etapas de transición del Tratado de Maastricht y sobre la convergencia de los criterios de su protocolo sobre la unión monetaria fue para eliminar la acción abrupta.

Otra estrategia es tener la esperanza de que será posible declarar las amplias bandas del SME, posteriores a julio de 1993, como “bandas normales” referidas en el protocolo y trasladarse a la unión monetaria después de que un subconjunto de países de la UE haya mantenido sus monedas dentro de bandas de más o menos un 15% durante un período de dos años. Por supuesto, esto supone que mantener los tipos de cambio dentro de bandas del 15% es cualitativamente diferente que mantenerlos dentro de bandas de 2 1/4. Pero hay una buena razón para pensar que un shock del petróleo, una recesión o una sorpresa electoral podría causar incluso que las bandas de un 15% fueran puestas a prueba. La experiencia con tipos de cambio flotantes en los 70 y los 80, demostró que los movimientos acumulativos nominales bilaterales del tipo de cambio del 15% durante un período de dos años no son extraños.

Además, es poco probable que las autoridades alemanas (quienes insistieron en los criterios de convergencia para forzar a sus compañeros potenciales de la UME a demostrar su deseo de vivir con las consecuencias para la política macroeconómica de la unión monetaria) acepten considerar las bandas de 15% como una prueba suficientemente severa a resolver por las autoridades¹². Por supuesto, uno puede plantear la misma objeción a la imposición de requisitos de depósito sin intereses sobre los préstamos bancarios a no residentes;

¹¹ Por supuesto, los miembros de la unión monetaria continuarán experimentando fluctuaciones del tipo de cambio respecto a otras partes del mundo. Kenen (1992) y Alogoskoufis y Portes (1992) plantean las implicaciones de la variabilidad de la moneda vis-a-vis el resto del mundo.

¹² La Corte Constitucional alemana también ha reglamentado que los llamados criterios de convergencia del Tratado de Maastricht deben ser interpretados en forma limitada lo que plantea cuestionamientos acerca del realismo de la estrategia.

Una vez que abandone la tentación de tener calidad de miembro de la UME, no tiene sentido resistir los cambios de política en una dirección menos austera y los mercados, conociendo sus incentivos, tienen razón para atacar⁸.

La implicación es que el Tratado de Maastricht podría fallar incluso si los países adoptan políticas macroeconómicas consistentes con su carta y espíritu⁹. Y estos peligros seguramente se intensificarán en la aproximación a la Etapa III. Los mercados tendrán una buena razón para anticipar los realineamientos de último minuto motivados por los intentos para incrementar la competitividad antes que las paridades sean fijadas la una con la otra. (Froot y Rogoff, 1991). La práctica de llevar las cosas al límite de una guerra política crecerá en tanto en cuanto la fecha límite se acerque haciendo surgir dudas de que los tipos de cambio están verdaderamente fijos¹⁰.

¿Puede ser posible minimizar las desigualdades de esta situación echando arena en las ruedas de la financiación internacional? Por un ejemplo concreto, los comerciantes de monedas ansiosos de apostar en contra del franco francés, deben obtener francos para venderlos al contado. Excepto los francos disponibles para la liquidación de posiciones existentes de activos en el exterior, que por definición son limitados en cantidad, aquellos se pueden obtener sólo mediante solicitud de préstamo a las instituciones financieras francesas. De ahí, la idea de aplicar un impuesto o exigir requisitos de ingreso sobre los préstamos en moneda interna a los no residentes. En este último caso, el depósito podría ser proporcional al préstamo y tendría que mantenerse en el Banco Central sin intereses. En tanto en cuanto, en el primer caso, el costo será asumido por el banco que proporcione el préstamo, se pasará a los prestatarios potenciales, enteramente o en parte. El costo de oportunidad del interés perdido se movería con la tasa de interés y con eso subiría automáticamente en períodos de presión especulativa.

Esta propuesta, a diferencia de lo establecido en la Sección II, sirve como una medida temporal aplicable exclusivamente por países en camino a

⁸ En teoría, el Banco Central puede frenar el ataque si está dispuesto a elevar las tasas de interés. Sin embargo, dadas las grandes ganancias de capital obtenidas en forma rápida en los casos de realineamientos puede ser necesario permitir que las tasas de interés suban a niveles estratosféricos como ilustra el caso de Suecia en octubre-noviembre de 1992 y el de Grecia de mayo de 1994. Esto podría ser políticamente insostenible. La implicación es que la defensa de la tasa de interés puede fallar debido a que los mercados saben que es costoso. Para el planteamiento teórico véase Bensaid y Jeanne (1994) y Ozkal y Sutherland (1994).

⁹ Para otras explicaciones sobre este tema véase Eichengreen y Wyplosz (1993), Obstfeld (1994), Svensson (1994) y, Rose y Svensson (1994).

¹⁰ Por ejemplo, la Corte Constitucional alemana ha aprobado que las decisiones finales para continuar avanzado hacia la unificación monetaria pertenece al Bundestag. Es fácil suponer cómo reaccionarían los mercados si hay una remota posibilidad de que el Bundestag se encaminase hacia un voto negativo.

pués perdió su efectividad. Después de una semana de la imposición del requisito de depósito, el diferencial entre las tasas de interés externas e internas de swaps en pesetas cayó a niveles demasiado bajos para detener la especulación. Aparentemente, los bancos españoles enviaron sus pesetas a subsidiarias en Londres para evitar el requisito de depósito¹⁶. De este modo, al limitar la medida a los préstamos para transacciones financieras a un instrumento financiero, aún cuando este último sea el más extensamente usado bajo circunstancias normales, no bastará puesto que los comerciantes de moneda cambiarán a otros instrumentos como respuesta a las medidas políticas. En consecuencia, la política debe aplicarse a todos los préstamos a todos los no residentes¹⁷.

Entonces se plantea la pregunta acerca de la evasión. Incluso si la medida es aplicada a todos los préstamos bancarios a no residentes, los mecanismos no bancarios para canalizar la moneda doméstica al exterior se pueden desarrollar como respuesta a la imposición de un requisito de depósito unilateral. Un banco francés instruido para efectuar depósitos sin interés, al prestar francos a no residentes podría prestar francos a corporaciones francesas, las cuales a su vez podrían prestarlos a los no residentes (incluyendo sus propias operaciones de no residentes o de las sucursales de no residentes del banco francés). Este hecho aumenta el peligro de que un esquema que comenzó como un requisito de depósito sobre préstamos a no residentes tendría que ampliarse y si los préstamos se desviarán a otras partes, se debería imponer sobre todos los préstamos bancarios.

Claramente, ninguna medida del tipo de las aquí descritas es 100% efectiva. Pero para disminuir la actividad especulativa y proporcionar tiempo para realineamientos ordenados no es necesario que sean herméticas¹⁸. La amplitud de la evasión dependerá probablemente del período de tiempo en el

¹⁶ Véase Freitas de Oliveira (1994).

¹⁷ El lector cuidadoso notará que la forma de la propuesta ha sido considerablemente mejorada puesto que fue primero sometida a discusión en Eichengreen y Wyplosz (1993), principalmente para tener en cuenta el problema descrito en este párrafo.

¹⁸ Fieleke (1994) descarta por ineficaces los controles de capital aplicados por Irlanda, España y Portugal en 1993 sobre la base de que "los tres países fueron obligados a devaluar en unos meses luego de imponer o intensificar los controles". Dejando de lado la pregunta de si los controles de estos países estaban bien diseñados, esta crítica no considera el punto de que estos tres países estuvieron en condiciones de realinear y permanecer en el SME, en tanto que los países que no aplicaron controles, como Italia y el Reino Unido, fueron conducidos fuera del sistema. Por razones similares pensamos que Kenen (en este volumen) subestima la importancia de las restricciones del intercambio en el SME previo a 1987, donde su papel no era apoyar fuertemente las monedas desalineadas sino sólo proporcionar el espacio libre requerido para organizar realineamientos (lo que en forma reveladora no ocurrió más, una vez que se eliminaron los controles más importantes). De hecho, se puede argumentar (como en Eichengreen, 1994) que la eliminación de los controles y el aumento de la movilidad de capitales genera una tendencia sistemática para que los sistemas fijos-ajustables primero se vuelvan más rígidos y luego fracasen.

estas medidas son equivalentes a una ampliación implícita de la banda, en tanto que relajan la restricción externa sobre la política interna¹³. La diferencia es que los requisitos de depósito sin interés sobre los préstamos bancarios son restrictivos sólo en períodos de ataques especulativos. El resto del tiempo los gobiernos tendrán amplia oportunidad de demostrar su compromiso con las políticas asignadas por el Tratado de Maastricht.

Una objeción a esta propuesta es que debilitaría la disciplina monetaria. Los gobiernos, aislados de la disciplina de los mercados financieros internacionales, se podrían embarcar en las políticas que desestabilicen aún más los tipos de cambio. Está claro que existe el potencial de riesgo moral, a partir de la analogía entre nuestra propuesta y el argumento standard para asegurarse; los requisitos de depósito podrían asegurar a la UE contra los errores de política que por otra parte descarrilaría la Etapa II del proceso Maastricht. Si uno piensa que los costos del fracaso son muy elevados, entonces se justifica una inversión en seguros. Pero lo mismo que cualquier compañía de seguros sensata supervisaría el comportamiento de sus tenedores de pólizas de seguros, la UE debe supervisar el comportamiento de los gobiernos que reciben “seguro de depósito”. Afortunadamente, tiene los mecanismos apropiados en su lugar; el Instituto Monetario Europeo y el Comité Monetario, que están autorizados para inspeccionar las políticas de los países de la UE, para recomendar la acción correctiva y ejecutar varias sanciones contra los gobiernos que dejan de cumplir¹⁴.

336

¿Podría la medida ser considerada ineficaz a causa de la desviación de los préstamos en moneda interna a activos que no estén cubiertos por el requisito de depósito? La reciente experiencia española ilustra el punto. Entre septiembre y noviembre de 1992, el Banco de España impuso una medida similar a la que se está considerando aquí. Aplicó un requisito de depósito sobre nuevos préstamos por parte de los bancos a los no residentes mediante swaps¹⁵. La medida tuvo éxito durante unos pocos días pero des-

¹³ Los requisitos de depósitos sin interés sobre los préstamos bancarios a los no residentes son equivalentes a una ampliación implícita de las bandas del tipo de cambio. ¿Por qué no simplemente ampliar la banda y evitar la interferencia con las operaciones de los mercados de capitales? Una respuesta es que los requerimientos de depósitos sin interés, al alterar los incentivos de las autoridades para defender la fijación de la moneda, aumentan el efecto estabilizador del tipo de cambio identificado por modelos de bandas de tipo de cambio (Krugman, 1991) Debido a que los requerimientos de depósito introducen una presión entre las tasas de interés internas y externas, reducen el costo a las autoridades de utilizar el tipo de interés para defender la fijación. El conocimiento de que es más probable que las autoridades defiendan los límites de la banda, reduce el incentivo de los especuladores a intentarlo.

¹⁴ Kenen (1992) es una guía útil para los procedimientos.

¹⁵ La razón para limitar la medida a los swaps fue debido a que constituyen el vehículo normal para liderar la especulación de corto plazo; el exceptuar préstamos para otros propósitos tuvo la intención de defender la actividad no especulativa. Véase, Linde (1993) y Linde y Alonso (1993).

nal. Tenemos una considerable simpatía por sus argumentos. Pero la tarea de la economía es valorar las alternativas. No basta con señalar las dificultades administrativas del funcionamiento intermedio en la operación de los mercados o los riesgos de evasión. Estos costos deben ser sopesados contra aquellos cursos alternativos de acción que incluyen el no hacer nada. Para Europa la alternativa, específicamente el fracaso en completar la transición a la UME, puede ser muy costoso, sobre todo si el fracaso del proceso de unificación monetaria pone en peligro la consolidación del Mercado Unico. Los economistas deberían ser realistas; aquí el realismo requiere admitir que los caminos alternativos hacia la UME están excluidos.

Para el mundo en conjunto, los costos del status quo son altos si la política macroeconómica es paralizada y si se desvía de los objetivos más fundamentales por las oscilaciones del tipo de cambio. El progreso de la unificación monetaria europea mantiene la esperanza de que este problema eventualmente pueda abordarse. La cantidad de autoridades monetarias cuyo apoyo debe ser movilizado para una iniciativa de reforma del sistema monetario internacional, se reducirá si Europa finalmente habla con una sola voz monetaria.

Tal reforma ciertamente no tomará la forma de una sola moneda para el G-7 y mucho menos para el mundo entero. Una clara lección de Maastricht es que la solidaridad política y la convergencia económica son requisitos previos para la unificación monetaria. Europa se ha embarcado en este proceso por casi medio siglo, como lo puede afirmar cualquiera que esté familiarizado con la historia de la CEE. No es realista tener esperanza en que los principales países industrializados puedan hacer comparables avances hacia la unificación política en nuestras vidas. Y si no es posible, como hemos argumentado, fijar los tipos de cambio entre distintas monedas nacionales en el mundo de hoy de elevada movilidad de capitales, entonces las fluctuaciones del tipo de cambio llegarán para quedarse. Se necesita entonces innovación institucional para reducir la inestabilidad del tipo de cambio y asegurar un poco de autonomía nacional monetaria. La teoría del "second best" nos recuerda que cuando otros mercados, en este caso los mercados de trabajo y de bienes, se ajustan a los shocks de forma imperfecta, el bienestar puede ser mejorado echando arena en las ruedas de la financiación internacional.

que el requisito de depósito permanezca en vigor. Las empresas pueden no estar dispuestas a incurrir en costos de evasión si los beneficios son transitorios; se sabe bien que los pequeños costos fijos pueden tener amplios efectos (Dixit, 1991). En consecuencia, es más probable que los requisitos de depósito sin interés funcionen si su imposición es limitada a los últimos dos años de la transición hacia la UME.

Se puede objetar que una política que discrimina contra los préstamos a no residentes se opone al Artículo 73 f del Tratado de Maastricht. Los extranjeros podrían protestar contra un impuesto implícito que no se aplica a los prestatarios internos. No obstante existe ambigüedad en la interpretación correcta del Artículo 73 f, puesto que el tratado ya permite medidas temporales en caso de emergencia. No obstante, la mejor respuesta sería enmendar el tratado para autorizar explícitamente tal medida durante el resto de la Etapa II¹⁹.

El Tratado de Maastricht prevé una Conferencia Inter Gubernamental en 1996, para modificar las disposiciones que han demostrado ser indeseables. La CIG podría proporcionar las rectificaciones requeridas para el establecimiento temporal de los requisitos de depósito cuando y donde se necesite para proteger al SME y por consiguiente, para asegurar que se logren las metas del tratado.

338

La estrategia que se describe aquí es muy exigente si uno cree que otros posibles caminos a la UME están excluidos. Los que continúan creyendo en la viabilidad de las tasas fijas pero ajustables y de las bandas estrechas, a pesar de la acumulación de evidencias de lo contrario, más recientemente desde la crisis del SME de 1992 y 1993, no se convencerán. Otros que continúan teniendo esperanza en que la UE se puede trasladar a la Etapa III de bandas que parten de un 15%, a pesar de la insistencia de la Corte Constitucional Alemana de una interpretación estricta de las disposiciones del Tratado Maastricht, no verán la urgencia. Pensamos que están silbando en la oscuridad.

Conclusión

Los otros contribuyentes a este simposium ofrecen exigentes razones para dudar antes de echar arena en las ruedas de la financiación internacio-

¹⁹ En la ausencia de enmiendas, la pregunta acerca de la compatibilidad de Maastricht tendría que ser juzgada en la Corte Europea lo que crearía un extenso período de indeseable incertidumbre.

Bretton Woods (ed. Peter B. Kenen) pp. 83-111. Washington, D.C.: Institute for International Economics.

KENEN, PETER (1992). *EMU after Maastricht*. Washington, D.C.: Group of Thirty.

KRUGMAN, PAUL (1991). *Target zones and exchange rate dynamics*. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 51, pp. 669-682.

KUPIEC, PAUL H. (1992). *Noise traders, excess volatility, and a securities transactions tax*. Unpublished manuscript, Board of Governors of the Federal Reserve System.

BIBLIOGRAFIA

- ALOGOSKOUFIS, GEORGE and PORTES, RICHARD (1992), *European monetary union and international currencies in a tripolar world*. In *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US* (eds Matthew Canzoneri, Vittorio Grilli and Paul Masson), pp. 273-302. Cambridge: Cambridge University Press.
- BENSAID, BERNARD and JEANNE, OLIVIER (1994). *The instability of fixed exchange rate systems when raising the nominal interest rate is costly*. Unpublished manuscript, ENPC.
- DIXIT, AVINASH (1991). *Irreversible investment with price ceilings* *Journal of Political Economy*, vol. 99, pp. 541-557.
- DORNBUSCH, RUDIGER (1976). *Expectation and exchange rate dynamics*. *Journal of Political Economy*, vol. 84, pp. 1161-1176.
- EICHENGREEN, BARRY (1994). *International Monetary Arrangements for the 21st Century*. Washington, D.C.: The Brookings Institution (forthcoming).
- EICHENGREEN, BARRY, ROSE, ANDREW and WYPLOSZ, CHARLES (1994). *Is there a safe passage to EMU? Evidence on capital controls and a proposal*. Paper presented to the CEPR/NBER/Bank of Italy Conference on the Micro-Structure of Foreign Exchange Markets, Perugia, July.
- EICHENGREEN, BARRY and WYPLOSZ, CHARLES (1993). *The unstable EMS*. *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, pp. 51-143.
- FIELEKE, NORMAN (1994). *International capital transactions: should they be restricted?*. *New England Economic Review* (March/April), pp. 28-39.
- FLOOD, ROBERT and GARBER, PETER (1983). *Gold monetization and gold discipline*. *Journal of Political Economy*, vol. 92, pp. 90-107.
- FROOT, KENNETH and ROGOFF, KENNETH (1991). *The EMS, the EMU, and the transition to a common currency*. *NBER Macroeconomics Annual*, vol. 6, pp. 269-317.
- FREITAS de OLIVEIRA, LUIS F. (1994). *Deposit requirements as an alternative to curb speculative attacks in the EMS: a view of the Spanish experience and market reactions*. Unpublished manuscript, INSEAD, January.
- HENNING, RANDALL and WILLIAMSON, JOHN (1994). *Managing the monetary system*. In *Managing the World Economy Fifty Years After*

Un Nuevo Sistema Monetario Internacional para el Futuro(*)

Introducción

Las discusiones acerca de la reforma del sistema monetario internacional dominaron las discusiones internas del FMI, durante la primera etapa de los setenta. Al mismo tiempo, consumieron grandes esfuerzos analíticos y políticos, que no condujeron a ninguna parte. En 1975, el interés en la reforma se empezó a desvanecer y se centró la atención en cómo hacer para subsistir con el existente estado de la cuestión. Hoy, cercanos a conmemorar los 50 años desde la creación de los acuerdos monetarios de post guerra, el interés en la reforma está volviendo, puesto que ahora el FMI se está convirtiendo realmente en una institución global y, como la experiencia recopilada en los últimos 15 años lo demuestra, incluso la cooperación imperfecta en los campos monetarios y de ajuste, es claramente más productiva que la confrontación abierta.

343

Este documento contiene seis secciones. La primera, resume la base analítica del Sistema Monetario Internacional prevaleciente desde fines de la Segunda Guerra Mundial, hasta un poco más allá de la declaración formal de la inconvertibilidad del dólar el 15 de agosto de 1971. La segunda sección, contrasta la teoría con los hechos, y señala las principales deficiencias del sistema. La tercera, describe los acuerdos monetarios internacionales que prevalecen actualmente. La cuarta, señala los efectos diferenciales del sistema monetario internacional, o el no-sistema, tanto en los países en desarrollo como en los desarrollados. La quinta sección, presenta el esbozo de un nuevo sistema monetario internacional. Finalmente, la sexta sección discute algunos de los supuestos en la transición de la situación actual al nuevo sistema que se ha visualizado y sugiere líneas de aproximación para enfrentarlos.

(*) Documento presentado en la Mesa Redonda Norte Sur sobre las Instituciones de Naciones Unidas y Bretton Woods: Nuevos desafíos para el siglo XXI.

Los puntos de vista expresados en este documento son los del autor, y no reflejan necesariamente los de la organización a la que pertenece. Se agradecen los comentarios de Ricardo French-Davis.

sistema del tipo de cambio se comprometió a no intervenir en los mercados, sino a garantizar una conversión libre de dólares en oro, a la paridad establecida (más o menos un uno por ciento). Así, la relación entre el dólar y oro, a 35 dólares por onza, se convirtió en el ancla del sistema total de tipos de cambio.

De la Teoría a la Práctica: los Primeros 25 Años

La economía mundial utilizaba dólares para las transacciones y para propósitos de reserva puesto que el uso directo de oro era más caro e inconveniente. Después de todo, se suponía que el dólar era un “certificado de oro” convertible bajo demanda. Por tanto las reservas oficiales en dólares crecieron por el mundo, permitiendo que EE.UU. mantuviera déficits crónicos en su balanza de pagos, financiados con su propia moneda. Ninguna medida de ajuste se activó por el déficit externo de EE.UU. cómo fue, en un sentido muy real, determinado por la demanda. El dólar llegó a ser la moneda de reserva mundial.

El otro lado de la moneda eran superávits en Europa y Japón, lo que les permitió acumular las reservas que necesitaban. Los países en vías de desarrollo, no mostraron tendencias sistemáticas en sus cuentas externas, que se movían retrocediendo y avanzando entre los superávits y los déficits en armonía con los precios de los productos internacionales y sus políticas internas.

Los países en vías de desarrollo, principalmente en América Latina, así como los países desarrollados sin moneda de reserva internacional cuando tenían déficit, no tenían otra alternativa que ajustar sus reservas una vez que habían alcanzado niveles críticos; podían contar con el crédito del FMI (y también otro apoyo de fuentes oficiales sujetas a acuerdo con el FMI), mientras el ajuste se afianzara. El Fondo desarrolló sus políticas de préstamos mayormente en su Departamento del Hemisferio Occidental, en base al trabajo teórico efectuado en su Departamento de Investigación y en otros lugares². La condicionalidad se experimentó en América Latina y fue cada vez más incorporada a las políticas de préstamos del Fondo.

En la práctica, el sistema acordado en Bretton Woods demostró tener tres tipos de asimetrías: una asimetría de intervención, puesto que EE.UU.

² Véase, por ejemplo: Holtrop, M.W. (Presidente del Netherlansche Bank) “Method of monetary analysis used by the Netherlansche Bank”, en “Recent developments in monetary analysis”, FMI Staff Papers, Washington, D.C., vol. V, nº 3, febrero 1957. También, Polak, J.J. “Monetary analysis of income formation and payments problems”, FMI Staff Papers, vol. VI, nº 1, noviembre 1957.

Reseña Histórica

Unicamente llevó dos años pasar del bosquejo, al acuerdo internacional más ambicioso en materia económica de todos los tiempos. El hecho de que se estaba desarrollando la II Guerra Mundial, y que al mismo tiempo las mentes más inteligentes de los Aliados se dirigiesen a este tema ciertamente ayudó: los Artículos del Acuerdo del FMI fueron adoptados en Bretton Woods, New Hampshire, el 22 de julio de 1944. Entraron en vigor el 27 de diciembre de 1945 y regularon sin alteración los asuntos monetarios internacionales por casi 25 años¹.

El Acuerdo comprendía dos problemas principales: la corrección de los desequilibrios de la balanza de pagos y la creación de liquidez internacional. Los desequilibrios debían ser corregidos esencialmente a través de políticas monetarias y fiscales, en tanto que las modificaciones de tipo de cambio se consideraban una herramienta de último recurso. Se estableció un sistema de préstamos a mediano plazo por el Fondo para los países en déficit, para cubrir el vacío entre las decisiones de políticas monetarias y fiscales y la materialización de los efectos de tales políticas. Para los países con superávit, la persuasión moral y el riesgo de que sus monedas fuesen declaradas “escasas”, constituían los estímulos para ajustar; tal declaración activaría acciones por parte de otros países limitando el uso de la moneda “escasa”. Las “paridades”, lo inverso del precio del oro en términos de cada una de las monedas, estarían fijas; a través de las paridades del oro, constelaciones de tipos de cambio fijo, se establecieron los precios de las monedas entre sí.

344

La liquidez se crearía, o destruiría, esencialmente a través de las transferencias, entre utilización de oro en forma monetaria y no-monetaria así como también a través de la nueva producción del metal precioso. Bajo circunstancias especiales, cambios uniformes del valor del tipo de cambio se podrían efectuar para cambiar la liquidez medida en términos de moneda, lo que significaría un generalizado y “uniforme” cambio en el precio del oro.

Los países empezaron a defender el tipo de cambio de sus monedas mediante la compra y venta de cantidades ilimitadas de ésta en el mercado, a precios dentro de una banda de un 1% sobre y bajo la paridad respecto a las monedas de otros miembros. Estados Unidos, el único país industrializado esencialmente indemne de la guerra, para evitar inconsistencias en el

¹ Las propuestas presentadas, las negociaciones y el debate que condujeron al acuerdo final están adecuadamente descritas en Horsefield, Y. Keith, *The International Monetary Fund 1945-1965*, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C. 1969.

EE.UU., lo que aumentó las tenencias de dólares, tanto por el sector privado como por el sector público. Los mercados de divisas se volvieron erráticos y los movimientos de capital de corto plazo dominaron la influencia del comercio sobre los equilibrios externos. Los intentos por manejar el tipo de cambio a nivel mundial fracasaron y las principales monedas entraron en un período de diferentes formas de flotación.

Hoy en día, sólo existe la cooperación inspirada en bloques, en el manejo de tipos de cambio, aunque los países del G-7 se reúnen regularmente a altos niveles para explorar posibles maneras de coordinar la política económica. Las negociaciones económicas y monetarias más importantes se llevan a cabo fuera del FMI, a pesar del hecho de que el Fondo está más cerca que nunca de lograr una membrecía global. El DEG (Derecho Especial de Giro) ha llegado a ser irrelevante como componente de la liquidez mundial. Los mercados privados generan recursos líquidos para los agentes privados para intervenir en los mercados de divisas, lo que confunde los límites de las definiciones tradicionales de liquidez internacional (oficial). La distribución de la liquidez se ve afectada por los cambios en el acceso y el costo de los préstamos en los mercados privados internacionales.

La constelación de tipos de cambio varía en forma frecuente y drástica y no está anclada; si el nivel de precios (definido apropiadamente) de todos los países aumentara a la misma tasa no habría modificación en el tipo de cambio mundial. Y, de hecho, el "sistema" del tipo de cambio está sobre determinado: hay más monedas que tipos de cambio independientes.

347

La asimetría del ajuste induce a pesadas cargas de ajuste que afectan a los países deficitarios con escasez de moneda de reserva produciendo una tendencia recesiva aunque relativamente pequeña en la economía mundial. Como los esfuerzos de los países deficitarios para ajustar mediante la ampliación de sus exportaciones no se satisfacen con los esfuerzos equivalentes de países con superávit para aumentar sus importaciones, los precios de los productos de exportación de los países deficitarios caen y sus términos de intercambio se deterioran⁵. Como consecuencia, los países deficitarios (sin moneda de reserva) están forzados a sobre-enfatizar las políticas macroeconómicas-restrictivas, sobreexcediéndose en términos de los niveles

⁵ Massad, C. "Ajuste recesivo, ajuste expansivo y condicionalidad", conferencia con ocasión del quincuagésimo aniversario del Banco Central de El Salvador, San Salvador, junio, 1984. También Schmidt-Hebbel, K. y F. Montt, "Impactos externos, devaluaciones y precios de materias primas", en Eyzaguirre, N. y M. Valdivia (eds.), *Políticas macroeconómicas y brecha externa: América Latina en los años ochenta* (LC/G. 1532-P), Santiago, CEPAL, marzo 1989.

no podía intervenir en los mercados de divisas para evitar inconsistencias; una asimetría de ajuste, ya que no había ningún incentivo para el superávit ni para el ajuste en los países con moneda de reserva (superávit o déficit); y una asimetría de creación de liquidez, puesto que la liquidez fue creada por el país con moneda de reserva de ese momento, Estados Unidos³.

Los sucesos que llevaron a la desaparición del Sistema de Bretton Woods se conocen bien. Las reservas en dólares se acumularon en el extranjero, en cantidades que sobrepasaron ampliamente las reservas de oro de Estados Unidos; los intentos de los países por convertirlas en oro indujeron a regulaciones en el precio del oro y a regulaciones del mercado lo que dio como resultado, un mercado negro del oro y amplias diferencias entre el precio en el mercado negro y el precio en el mercado oficial. Finalmente, el 15 de agosto de 1971, Estados Unidos hizo una declaración formal de inconvertibilidad del dólar en oro.

Siguió un período de fútiles intentos para reconstruir el sistema. Tres años más tarde, tales esfuerzos fueron abandonados.

Los Asuntos Monetarios Internacionales en la Actualidad

Los peligros de la gran acumulación de reservas en dólares se habían previsto, particularmente por Triffin⁴. Los analistas habían concluido que Estados Unidos estaría forzado a ajustar por presión y que la fuente de liquidez mundial entonces desaparecería. Esta conclusión, extensamente compartida fue la que indujo a que el 31 de mayo de 1968, se creara una nueva fuente de liquidez manejada en forma colectiva: los Derechos Especiales de Giro.

Pero la conclusión de los analistas estaba equivocada. De hecho, el déficit externo de Estados Unidos se amplió y los mercados desarrollaron nuevos "productos" financieros alrededor de depósitos en dólares fuera de

³ Ver Massad, C. "Algunas observaciones sobre la crisis monetaria internacional", *Cuadernos de Economía*, nº 25, Santiago, Chile, diciembre 1971, pp. 50-63. También "Peligros de la reforma del sistema monetario internacional", *Progreso*, Número especial: banca y finanzas en América Latina, Vol. 5, nº 11, New York, diciembre 1972, pp. 26-29, 74. También "The revolt of the bankers in the international economy: a world without a monetary system", *CEPAL Review* Nº 2, Segundo Semestre 1976, Santiago, Chile, pp. 93-118.

⁴ Triffin, R. *Europe and the money muddle*, New haven, Yale University Press, 1957, especialmente pp. 296-299.

Por tanto, no es sorprendente encontrar países en desarrollo que prefieren acuerdos de tipo de cambio fijo como sistema mundial, en tanto que los países de moneda principal prefieren tasas flotantes, ya que las últimas requieren modificaciones relativamente más pequeñas en su tipo de cambio para alcanzar un ajuste dado en sus cuentas externas.

Por otra parte, como las tenencias privadas de moneda de reserva son varias veces las tenencias oficiales, los movimientos de capital toman progresivamente la forma de ajustes de carteras privadas, con respecto a la composición de la moneda. Estos ajustes, fuertemente influenciados por expectativas, producen modificaciones más severas y frecuentes en los tipos de cambio, de los que se podrían explicar por las variaciones en los fundamentales, al permitir que estos cambios también se transmitieran a las monedas de los PVD. En conjunto, las modificaciones del tipo de cambio para las últimas monedas (vis a vis, por ejemplo, a un promedio ponderado de las monedas principales) son esencialmente severas y desequilibrantes en tanto son causadas por las modificaciones del tipo de cambio entre las principales monedas. Esto, a su vez, introduce costos innecesarios a la apertura del comercio y a los movimientos de capital. También introduce una medida de variaciones erráticas en la liquidez internacional, medida en términos de monedas, antes y durante los cambios causados por modificaciones en el equilibrio externo de los países con moneda de reserva y, por cambios en la demanda privada de liquidez en los mercados de eurodivisas.

349

Además, los tipos de cambios flotantes reducen la demanda de reservas oficiales, en tanto que las fluctuaciones de las tasas ocultan el impacto de los cambios en la demanda y la oferta de divisas de reservas oficiales. Pero las fluctuaciones de la tasa aumentan la demanda de reservas del sector privado, puesto que este sector no puede comprar o vender divisas a un precio fijado por las autoridades monetarias y está, por consiguiente, inducido a especular y a arbitrar en el mercado. Para esto, el sector privado, naturalmente, acumula monedas que pueden ser utilizadas para tales propósitos y no DEG. En cualquier caso, el sector privado no está autorizado para tener o usar DEG.

Por lo tanto, la demanda de monedas está reforzada por la flotación, en tanto que la demanda de DEG disminuye. Como los DEG son asignados con base en una fórmula, en tanto que las monedas deben ser percibidas por los países sin moneda de reserva, la distribución de los costos y beneficios de la creación de liquidez cambia según la forma en la que se crea la liquidez. La distribución de los beneficios netos de creación de liquidez se sesga en favor de los países con moneda de reserva cuando éstos son los responsables de la creación de liquidez. Tal distribución es más justa cuando se distribuye

de tasas de interés real, de depreciación del tipo de cambio real y de crecimiento del desempleo.

Efectos Diferenciales Sobre los Países Desarrollados y en Vías de Desarrollo

Las asimetrías de la intervención y del ajuste señalado anteriormente, es una consecuencia de las características del sistema en sí mismo, en tanto la asimetría de la creación de liquidez es también un subproducto de la diferente dimensión económica y financiera de los países. Al mismo tiempo que la Comunidad Europea y Japón aumentan en importancia económica en el mundo, sus monedas se desarrollan como opciones alternativas al dólar en su papel de reserva y como monedas de intervención, de manera que, la liquidez internacional es progresivamente una variable de muchas monedas. Al mismo tiempo, la definición y la medición de los tipos de cambio son cada vez más complejas y una pregunta particular se vuelve más y más importante: tipo de cambio vis a vis ¿qué?

348

Los países en vías de desarrollo que enfrentan una elasticidad de precios relativamente baja en la oferta de exportaciones de materias primas y también una baja elasticidad precio de la demanda de importaciones requieren modificaciones (porcentajes) relativamente amplias del tipo de cambio en su moneda para producir un ajuste dado en su balanza comercial. Además, normalmente esos países, no han desarrollado mercados de dinero donde la cobertura respecto de las fluctuaciones del tipo de cambio se pudiese comprar a un costo razonable. Como consecuencia, los países en desarrollo así como un buen número de países industrializados que enfrentan condiciones similares, necesitan fijar su propia moneda a la de su principal socio exterior.

En tales casos la moneda principal determina los movimientos del tipo de cambio de la moneda fija, movimientos que pueden equilibrar la moneda principal, pero que bastante a menudo pueden desequilibrar a las que están fijas. De hecho, se espera que cuando el país principal está experimentando un substancial superávit, los otros países, en general, experimentarán déficit; una situación como ésta exigiría cambios opuestos en los tipos de cambio de los dos países vis a vis con el resto del mundo, en tanto que fijar supone cambios en la misma dirección. Este hecho aumentaría el desequilibrio y lo aumentaría en el país que realizó la fijación, en vez de reducirlo.

De esta manera, los DEG se convierten en el activo que desempeña el papel de ancla de la constelación de los tipos de cambio; las monedas podrían establecer una "paridad" en relación a los DEG más flexible que en su versión original, permitiendo un "crawling peg" cuando fuese necesario. "Los tipos de cambio" entre las monedas sería el resultado de su relación con los DEG y el problema de la sobre-determinación que existe actualmente, también se eliminaría. De hecho, esto es equivalente a establecer que un DEG equivale a un DEG; el DEG sería entonces el centro del sistema.

Con respecto al uso de los DEG, las actuales restricciones deberían ser parcialmente eliminadas para permitir utilizar los DEG al menos en transacciones interbancarias o como preludeo para un uso más amplio, cuando las circunstancias permitiesen la existencia de una moneda mundial.

Un sistema diseñado en torno a los principios generales indicados anteriormente, no podría resistir los mercados financieros privados, donde la liquidez es esencialmente determinada por la demanda. Se requieren dos tipos de regulaciones de las instituciones de préstamos privados aplicadas a nivel internacional: ratios de suficiencia de capital y requisito de un mínimo de reservas⁶. El control de estas dos variables, junto con una reducción inicial de los desequilibrios en los pagos externos de las principales economías, ayudaría a regular mejor la oferta total de liquidez, dándole un espacio al manejo de la oferta.

Se deben considerar algunas cautelas adicionales en por lo menos tres áreas: ajuste, creación de liquidez y distribución, deuda y coordinación de políticas.

El proceso de ajuste a menudo supone políticas impopulares. En tales casos los efectos de tasas de interés positivas o negativas sobre las reservas no serían incentivo suficiente para el ajuste. Podría ser aconsejable considerar incentivos adicionales más fuertes, como congelar una proporción de las reservas de un país en particular cuando su superávit o nivel de reserva excede el deseado o lo declara ineligible para participar en asignaciones adicionales de liquidez. En casos de déficit, se pueden tomar medidas similares sujetas a la aplicación de políticas de ajuste apropiadas.

⁶ La sugerencia de establecer alguna forma de regulación internacional de requerimiento de reserva mínima, se sugirió durante la discusión del documento de J. Williamson "International monetary reform and the prospect for economic development", Ver J. WILLIAMSON, op. cit., en Williamson, Griffith-Jones, Sengupta y otros: *Fragile finance*, editado por Jan Joost Teunissen, Forum on Debt and Development, The Hague, noviembre 1992.

según fórmulas razonables, en lugar de ser percibida por la mayoría de los países en desarrollo y creada por unos pocos.

Un Esbozo para un Nuevo Sistema Monetario Internacional

Se deben abordar tres tipos de problemas que están obviamente interrelacionados: ajuste, tipo de cambio y liquidez.

Se necesitan los incentivos de ajuste simétrico para distribuir la carga del ajuste en forma más amplia y evitar que el peso del déficit se concentre en los países sin moneda de reserva.

La solución técnica aquí es simple; todos los países deberían establecer pagos externos con activos diferentes a sus propias monedas; asimismo, asumiendo un tipo de cambio "realista"; la acumulación de activos externos a tasas más rápidas que un punto de referencia dado y/ o a niveles más elevados que un ratio dado por las importaciones o el PIB debería ser gravado con tasas de interés negativas. El "tipo impositivo" podría ser progresivo, aumentando de acuerdo con la discrepancia de la diferencia entre el crecimiento real y deseado del ratio de crecimiento de las reservas y/ o de reservas respecto de las importaciones o respecto del PIB.

350

Una solución de este tipo suprimiría las presentes fuentes oficiales de liquidez. Y esto es beneficioso, ya que la liquidez debe ser manejada por la comunidad internacional como tal, básicamente a través de reglas simples, en lugar de la discrecionalidad, lo que podría disminuir la probabilidad de grandes fluctuaciones en la economía mundial.

La solución técnica al problema de la liquidez está, de este modo, estrechamente vinculada al problema del ajuste. Y abre el terreno para la introducción de un acuerdo internacional respecto del instrumento de liquidez, internacionalmente emitido e internacionalmente manejado, como los DEG. Los DEG podrían transformarse en el recurso aceptado internacionalmente para el manejo de los desequilibrios.

Al aplicar tasas de interés positivas y negativas sobre las tenencias de DEG no se crean problemas técnicos insuperables. Sin embargo, se deben revisar algunas de las características de los DEG, particularmente las relacionadas con la valoración y uso de los mismos. En el nuevo sistema, los DEG deberían valorarse por su rol en el sistema, más que a través de una relación más bien arbitraria con un conjunto de monedas.

directos. El sistema internacional debe estar preparado en tales casos para subvencionar utilizando concesiones, préstamos de interés cero y otras formas de subsidios. El Fondo Monetario Internacional no debería quedar exento de esta norma.

Si el sistema monetario internacional se modifica de acuerdo con las necesidades de la economía moderna no habría mucho uso de oro monetario. Las reservas de oro del Fondo se podrían vender con el acuerdo de los países miembros, y las utilidades se podrían asignar parcialmente para subvencionar las operaciones con los países menos desarrollados.

Las asignaciones de los DEG también se podrían usar como una herramienta para redistribuir recursos internacionalmente sin poner en peligro de ninguna manera la liquidez. La discusión sobre las diferentes formas de distribuir cualquier asignación dada de DEG entre los países (la “conexión directa”) está probablemente agotada. Una distribución en base a las cuotas del FMI, donde las cuotas de los PVD duplicasen las de los otros países, es tan buena como el sistema actual desde el punto de vista de liquidez y obviamente mejor desde un punto de vista de la transferencia de recursos. Lo mismo es válido para las asignaciones de los DEG dedicados a aumentar los recursos de préstamos del Banco Mundial (la “conexión indirecta”).

Sin embargo, en cualquier otro sistema monetario por perfecto que fuese siempre existe la necesidad de enfrentar situaciones inesperadas que afectan a los agentes del sistema. De esta consideración surge la función de “prestamista de última instancia”. En el pasado reciente los prestamistas comerciales privados exigieron los préstamos del FMI como un requisito previo para sus propios préstamos; en un sentido muy real, el FMI se transformó en el “prestamista de primera instancia”, un papel que no está preparado para jugar. En el tira y afloja de la crisis de la deuda, el FMI cambió de posiciones varias veces entre prestamista de última y primera instancia, haciendo lo mejor posible para evitar una crisis del sistema financiero internacional privado. El Fondo alcanzó su propósito, aunque a costa de forzar a los países miembros más débiles a un drástico y largo retroceso que ha durado más de una década y que ha supuesto una influencia recesiva en toda la economía mundial.

El prestamista de última instancia requiere fortalecimiento. Durante la crisis de la deuda el FMI, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo retiraron fondos de América Latina unos años después del comienzo de la crisis, precisamente cuando más se requerían. Es natural esperar que los bancos privados dejen de prestar en tiempos de tensión, pero no tiene sentido que todas las organizaciones financieras lo realicen a la vez.

La experiencia ha demostrado que el ajuste a menudo es un proceso de mediano a largo plazo, en tanto que el ajuste financiero es básicamente de corto plazo. Esta deficiencia del sistema necesita ser corregida, tanto alargando el vencimiento de los préstamos del FMI como también mediante el trabajo en forma muy conjunta con el Banco Mundial⁷.

El reconocimiento del carácter de largo plazo del proceso de ajuste plantea inmediatamente el interrogante de la condicionalidad. América Latina ha tenido una larga, variada y traumática experiencia con las políticas de ajuste y condicionalidad en los años 80 y 90. En la práctica, las políticas de ajuste aplicadas llevaron a bajar las tasas de inversión, a elevar el desempleo y a una mayor desigualdad durante largos períodos de tiempo.

El ajuste también llevó a bajar los precios de las exportaciones latinoamericanas; entre 1980 y 1992 el volumen de las exportaciones de los países de la región aumentó un 86%, en tanto que el valor de esas exportaciones aumentó sólo un 42%. Esto es, más de un 50% de los esfuerzos reales para exportar se perdieron en la región, como consecuencia de la caída de los precios causada, al menos en parte, por el hecho de que el esfuerzo por exportar se inició en muchos países al mismo tiempo. Esta pérdida no habría ocurrido si otros países hubiesen ampliado su demanda por las importaciones abriendo sus propias economías al comercio internacional.

352

La condicionalidad debería tener en cuenta estos “efectos de grupo” y el hecho de que otros países no están cumpliendo con lo que les corresponde. Esto no significa decir que la condicionalidad debe ser indulgente, significa decir que debería ser diferente. La condicionalidad debería reconocer las dificultades, el carácter de largo plazo y los efectos distributivos tanto internos como internacionales de las políticas de ajuste. En un sentido muy realista ésta es otra manera de aproximar un aspecto particular del problema de asimetrías en el ajuste, un problema que está presente tanto a nivel interno como a nivel internacional. A nivel internacional ello implicaría un fuerte aumento de los recursos disponibles a través de la facilidad compensatoria del FMI y una revisión en las fórmulas de acceso y reembolso de los préstamos de la misma.

Ahora se reconoce que hay varios países donde el crecimiento y el ajuste no se pueden alcanzar con las actuales restricciones de recursos. Estos países, principalmente África pero también América Latina, necesitan transferencias reales de recursos sin contrapartida, es decir, necesitan subsidios

⁷ French-Davis, R. y P. Meller, “Structural Adjustment and World Bank Conditionality: A Latin American Perspective”, *Notas Técnicas*, CIEPLAN, nov. 1990. (Prepared for the G-24).

que no hay ninguna manera concebible de regular la liquidez internacional y las modificaciones del tipo de cambio.

Los desequilibrios en las cuentas externas de los países tienen una contrapartida interna: un desequilibrio ya sea en el sector público o privado o en ambos. El caso empírico más frecuente es el del desequilibrio externo constituyendo la otra cara de la moneda un desequilibrio del sector público. Este es probablemente el caso en Estados Unidos, donde la Administración Clinton ya ha anunciado la decisión de terminar con el déficit del Gobierno de EE.UU.

Para evitar los efectos negativos de la economía mundial en conjunto, el ajuste en EE.UU. debe ir acompañado del ajuste en la dirección contraria en otros países. Japón es probablemente uno de los mejores candidatos, tanto debido al tamaño de su economía como debido a la dirección del ajuste requerido. Sin embargo, el hecho de que las políticas de ajuste en ese país probablemente deberían estar dirigidas para aumentar el gasto del sector privado en lugar de el del Gobierno complica el cuadro. El gasto público es una herramienta de política, en tanto que el gasto privado es el resultado de otras políticas. En cualquier caso, el gobierno japonés también ha anunciado acciones generalmente en la dirección correcta.

Si se reducen los déficit y superávit externos a proporciones manejables, digamos por debajo de un 2% del PIB, entonces sería útil pensar en los saldos acumulados en dólares (como los saldos en marcos y yenes) mantenidos fuera del país emisor. Este problema particular se trató durante las discusiones del Comité de los Veinte.

355

La solución de transición discutida por el Comité fue establecer una "cuenta substitutiva" en el FMI, disponible para intercambiar DEG por dólares a una tasa fija para absorber el llamado "exceso de oferta de dólares". Estados Unidos intentaría aceptar de nuevo su propia moneda de la cuenta a cambio de DEG durante un período dado cubriendo el costo financiero de la cuenta. Como los DEG se crearían durante la operación contra los dólares absorbidos por la cuenta substitutiva, no habría un incremento neto en la liquidez como consecuencia de la operación. Nuevamente, como EE.UU. podría recobrar su propia moneda a cambio de DEG, la cuenta cerraría finalmente con un saldo cero.

Todo el propósito de la cuenta era proporcionar tiempo a Estados Unidos para retirar dólares de la circulación y dar espacio al nuevo sistema sin requerir excesivas y perturbadoras políticas restrictivas de ajuste de ese país. Hoy se requeriría algo similar a la cuenta substitutiva, sólo que debería estar abierta a otras monedas.

El prestamista de última instancia no logró compensar el carácter pro cíclico de los préstamos privados y él mismo se transformó en otro prestamista pro cíclico. Esto constituye una deficiencia en la institucionalidad presente que se debe controlar, y la capacidad para asignar DEG junto con un proceso de ajuste más simétrico, proporcionan una oportunidad para hacerlo. Quizá una facilidad para el manejo de la deuda, como proponen muchos analistas, también se debe considerar como parte de la planificación de la contingencia.

En un sistema internacional, el automatismo es una virtud que evita mucha fricción política y económica. Para ganar un más alto grado de automaticidad en el sistema, sin poner en peligro la estabilidad, es necesario introducir indicadores que activarían la acción del ajuste, la liquidez y los campos de acción del tipo de cambio. El uso de tales indicadores arrojaría luz sobre el desequilibrio emergente sin la necesidad de una decisión formal del Fondo; de esta manera, la presión se ejercería sobre los países miembros y sobre el Fondo mismo, para que actuasen. Durante las sesiones del Comité de los Veinte del FMI se analizó en detalle el uso de los indicadores objetivos.

354

La publicación del “World Economic Outlook” por el Fondo, inicialmente un documento con ciertas limitaciones, era un paso aunque débil, en la dirección correcta. El “Outlook” contiene información sobre el desarrollo económico en diferentes países y áreas del mundo, así como también una evaluación de las perspectivas de corto plazo y las políticas. Si este documento profundizara más pronunciadamente podría ser la base de discusiones fructíferas, de cooperación y coordinación de políticas económicas significativas para la economía mundial.

Los temas de la coordinación de las políticas se han discutido muy ampliamente. Una mejor coordinación está implícita en el uso de indicadores de objetivos. Un sistema de indicadores con valores de “alerta” y “activadores” sería una herramienta muy valiosa.

La Transición a un Nuevo Sistema

Requiere algo de imaginación concebir un mundo con un sistema monetario, si uno parte de la situación actual. Quizás un primer *paso* hacia un sistema organizado sea estimular las políticas de cooperación que pretendan la reducción de los grandes desequilibrios en las cuentas externas de los países industrializados. Bajo los actuales desequilibrios, el movimiento hacia un nuevo sistema monetario internacional está predestinado al fracaso puesto

por S. Marris, de crear el “Grupo del Non Five”, amerita serias consideraciones políticas.

Incluso con todas las dificultades y riesgos, los países en vías de desarrollo tienen mucho que ganar de un nuevo y organizado sistema monetario internacional. Estoy convencido de que las ventajas técnicas del sistema reformado son muchas. También estoy convencido que hoy se pueden dar muchos pasos que nos moverían hacia un sistema reformado. La percepción del hecho de que el sistema nuevo está aún más lejos que en los comienzos de los setenta no es un argumento suficientemente fuerte para impedir el progreso gradual.

Durante el período de transición, se le debería dar particular atención a los bancos que operen en los mercados internacionales. Una manera de aliviar la transición sería requerir que se satisfagan sus requerimientos de reserva con proporciones graduales de DEG, para limitar su capacidad de expandir las operaciones. Esto haría aumentar, al mismo tiempo, la demanda de DEG y aceleraría la implementación de todos los aspectos de la reforma.

Las monedas regionales comunes, como el ECU, no deberían plantear ningún problema particular para la aplicación de un nuevo sistema monetario. De hecho, el tipo de acuerdos y regulaciones aplicables a las monedas vinculadas al ECU podría facilitar el movimiento hacia una moneda mundial común. Se requiere alguna flexibilidad en el vínculo entre las monedas individuales y el DEG para tener en cuenta la coordinación de una política imperfecta y hechos inesperados. Pero el estímulo proporcionado para el ajuste simétrico debería minimizar la necesidad de reajustes de tipo de cambio. Los diferentes aspectos del nuevo sistema tienden a reforzarse uno a otro.

356

Las políticas de ajuste durante el período de transición pueden ser bastante dañinas para los países en desarrollo. Como la prioridad para evitar la inflación parece prevalecer sobre otros objetivos de política en los países más industrializados, los PVD pueden encontrarse en una trampa recesiva; las políticas restrictivas de ajuste de los países industrializados deficitarios podrían dominar el cuadro económico mundial sin contrapesos. Los PVD considerarían como un retroceso para la demanda de sus exportaciones, forzándoles a una sobreacción en sus políticas de promoción de exportaciones, reforzando las tendencias débiles de los precios de los productos y ejerciendo una presión extra en su entorno.

Mientras los antiguos países socialistas, algunos de ellos importantes productores de materias primas luchan por reestructurar sus economías, las exportaciones procedentes de esas fuentes podrían complicar el escenario para los PVD. Al mismo tiempo, los antiguos países socialistas atraen la atención política del Oeste y la cooperación económica se mueve más y más en su dirección.

Es vital para los PVD que se reconozcan sus intereses y sean tomados en cuenta en las negociaciones de la política económica en todos los niveles, dentro y fuera del FMI. Los grupos G-77 y G-24 han presentado enérgicamente los puntos de vista de los PVD en diferentes foros. Sin embargo, la institucionalidad de las negociaciones normalmente subestima la importancia económica y política de los PVD. Quizás una sugerencia como la hecha

Propuesta para una Moneda de Reserva Basada en Materias Primas

Poco antes de asumir la Presidencia del Comité de Planificación para el Desarrollo de las Naciones Unidas, Jan Tinbergen, en conjunto con Nicholas Kaldor y A.G. Hart, había presentado un documento a la primera Conferencia de la UNCTAD en 1964, proponiendo una Moneda de Reserva Internacional basada en Materias Primas. Esta idea tenía sus precedentes, en Jevons, Benjamín Graham, Frank Graham, Alfred Marshall, y especialmente el compatriota de Tinbergen, Jan Goudriaan. El libro de Jan Goudriaan, *How to Stop Deflation*, publicado en 1932 tuvo una influencia directa tanto sobre Tinbergen como sobre Keynes. Antes y durante su trabajo preparatorio para la Conferencia de Bretton Woods, Keynes había propuesto la estabilización de los precios de las materias primas por medio de fondos de regulación internacional así como también la posibilidad de una moneda mundial basada en el precio promedio de 30 materias primas. La idea de estabilizar los precios de las materias primas se aceptó en Bretton Woods pero fue encomendada a la OIC (Organización Internacional de Comercio), que se consideraba como el tercer pilar del Sistema de Bretton Woods. Aunque fue incluida en la Carta de la Habana, la idea murió con la abortada OIC, al menos en lo concerniente a los fondos de regulación de materias primas y a sus conexiones con el dinero y el sistema monetario.

359

La propuesta que, Tinbergen junto con A.G. Hart y Nicholas Kaldor (THK), presentaron a la recién establecida UNCTAD era una brillante combinación para lograr a la vez tres objetivos importantes.

El primero, era crear liquidez internacional adicional para las necesidades de una economía mundial en expansión. Tinbergen y sus colegas, argumentaron que el oro solo o incluso el bimetalismo, propuesto por Alfred Marshall, oro más plata, no proporcionaban liquidez suficiente porque la nueva producción de oro era demasiado pequeña con relación a los "stocks". Esta debilidad se podría remediar y la inherente tendencia deflacionaria se podría corregir, ampliando las reservas más allá del oro y los metales preciosos e incluir cereales, azúcar, bebidas, tabaco, grasas animales, aceites vege-

miento entre los países más estables y los menos estables fueron más grandes que la diferencia entre los países con las mejores tendencias en los términos de intercambio y aquellos con las peores tendencias¹.

El tercer objetivo de la propuesta THK fue una distribución más equitativa del ingreso mundial en favor de los generalmente más pobres países productores y exportadores de materias primas. Esta, fue nuevamente una causa a la que Jan Tinbergen consagraría mucha atención durante los años restantes de su vida. El año después de la presentación de la propuesta THK, Jan Tinbergen fue presidente del Comité de Planificación para el Desarrollo de las NN.UU. y haciendo uso de su especialización en econometría se dedicó a calcular cuánta ayuda adicional u otras formas de transferencias de ingreso se necesitarían para lograr las metas dadas de mayor convergencia en el ingreso mundial, ya fuese entre los países o entre las personas.

En línea con la famosa demostración de Jan Tinbergen, en el sentido de que una multiplicidad de objetivos también requiere una multiplicidad —de hecho un número igual— de instrumentos de política, la propuesta THK enumera, en forma cuidadosa y realista, los diversos instrumentos requeridos para el logro simultáneo de estos tres objetivos más importantes. Lejos de ser Utópica y decir a los políticos: “esta es la gran idea, debemos dejársela a ustedes para que resuelvan los detalles”, la propuesta, de hecho, se adentra en detalles administrativos considerablemente realistas, respecto de la concreción de los pasos a seguir. Se anticiparon y se contestaron muchas posibles objeciones. La propuesta fue también cuidadosamente presupuestada. Hoy sabemos que, a pesar de las explicaciones y las defensas cuidadosas y concretas, permaneció como una idea Utópica para los políticos. Permanece como una idea para la cual aún no ha llegado el tiempo. La nueva Organización Mundial del Comercio (OCM) —asumiendo que sea establecida— no incluye las funciones de estabilización del precio de las materias primas asignadas a la OIC en la Carta de La Habana. Al mismo tiempo, la idea básica de unir los precios de las materias primas con los acuerdos monetarios internacionales, por lo menos ha sido aceptada sobre el papel en el establecimiento de la Facilidad de Financiación Compensatoria del FMI, (aunque en la práctica, está negada por las condiciones que rodean el diseño de esta Facilidad).

¹ Véase H. W. Singer y Matthias Lutz, “Trend and Volatility in the Terms of Trade: Consequences for Growth” en *The Economics of Primary Commodities - Models, Analysis and Policy*, editado por David-Sapsford y Win Morgan, Edward Elgar, 1994, pág. 94.

tales, fibras, celulosa y metales (excluyendo oro y plata). Tinbergen y sus colegas argumentaron que la producción de estas 30 materias primas era suficientemente grande y potencialmente ampliable para proporcionar toda la liquidez requerida para el crecimiento económico, el empleo total y el comercio ampliado. A este respecto, la propuesta formaba parte de la perspectiva expansionista de la “Era Dorada”, los 25 años después de Bretton Woods en que se observó un crecimiento sin precedentes y pleno empleo sin inflación. Con una considerable previsión, THK argumentó que sin el aumento suficiente de reservas, el dólar no sería capaz por sí solo de soportar la carga de moneda de reserva mundial y el sistema se desintegraría. Esta previsión se cumplió 7 años más tarde, el 15 de agosto de 1971, cuando el presidente Nixon tuvo que suspender la convertibilidad del dólar en oro al tipo de cambio fijo de 35 dólares por onza.

El segundo objetivo de la propuesta THK era estabilizar y mejorar simultáneamente los términos del intercambio de los países exportadores de materias primas. Se debe recordar que la propuesta fue presentada a Raúl Prebisch, en su condición de primer Secretario General de la UNCTAD. Prebisch, desde 1950 había pronosticado una tendencia hacia el deterioro de los términos de intercambio de los países exportadores de materias primas e importadores de manufacturas. La propuesta THK haría mejorar los términos del intercambio debido a la demanda adicional de materias primas para los stocks que formarían las nuevas reservas monetarias basadas en las mismas. También estabilizaría los términos del intercambio y reduciría la volatilidad de los precios de las materias primas ya que el precio promedio de las 30 materias primas se fijaría en términos de moneda internacional. Mientras esto dejaría que los precios de las materias primas individuales fluctuaran con respecto al promedio, en línea con las condiciones del mercado, se eliminaría la volatilidad adicional debida a la tendencia hacia movimientos simultáneos de los precios de las materias primas. THK argumentó que la volatilidad de los precios de las materias primas y de los términos de intercambio sería perjudicial para la confianza, la inversión y la confiabilidad de la planificación de proyecciones (estando este último punto especialmente cercano al corazón de Tinbergen). Investigaciones recientes han confirmado que Tinbergen y sus colegas tenían razón a este respecto. Durante el período 1970-88 en 79 países no petroleros, los 20 países con los términos de intercambio más estables mostraron un crecimiento anual del PNB de un 3,98%, en comparación con sólo un 3,21% anual para los 20 países con los términos de intercambio más volátiles. De hecho, la diferencia en las tasas de creci-

vés de emisiones de moneda mundial del FMI, "Bancor", que el documento THK también propone. La elección del nombre para la moneda mundial se diseñó para mostrar la unión con la propuesta original de Keynes para la Conferencia de Bretton Woods. Lejos de sustituir el "Bancor", los países podrían comprar Bancor a cambio de los certificados de almacenaje declarados de la suma de reservas de materias primas, una ingeniosa unión. Pero las reservas de materias primas formarían la fuente de mayor liquidez mundial: B20.000 millones contra 5.000 millones oro y 5.000 millones Bancor, la ilustrativa cuantificación de THK.

Los objetivos de la propuesta THK podrían haberse logrado por la vía de los DEG —la debilitada y distorsionada realización de "Bancor"— si se hubiese aprobado la emisión de DEG en las cantidades necesarias, después del fracaso del sistema de Bretton Woods del dólar basado en oro, para asegurar el crecimiento continuado y evitar la trampa de la deuda en que han caído los países en vías de desarrollo. La falta de cualquier tipo de mecanismo que se active automáticamente ha probado ser un impedimento fatal para la vía de los DEG. Por el contrario, la propuesta de reservas de materias primas como perfiló THK, habría proporcionado precisamente tal mecanismo de activación automática, al usar el movimiento de los precios de los productos como un índice de la presión de la demanda mundial induciendo a una acción anticíclica automática. En el gran equilibrio macroeconómico, las ventajas en términos de niveles más elevados de crecimiento y empleo, y mayor estabilidad habría compensado los costos del esquema (admitido, pero quizás desestimados² en la propuesta THK).

363

Tinbergen y sus dos compañero-autores estuvieron claramente impresionados e influenciados por el modelo de Arthur Lewis de dos sectores rural-urbano, con suministro ilimitado de mano de obra en el sector rural. Ellos compartieron la visión presentada por Arthur Lewis, así como la de sus clásicos predecesores de que los límites para la industrialización y en consecuencia del crecimiento económico, la ampliación de la división del trabajo y la ampliación de los mercados se establece por la disponibilidad de alimentos (y por extensión, por las materias primas) producidas en el sector rural y que genera ingresos allí que son esenciales para proporcionar un mercado de productos industriales. Su propuesta se diseñó específicamente para ayudar a crear esta producción adicional y el ingreso adicional en los países en vías de desarrollo, las áreas rurales de la economía mundial. Según

² En este punto véase Stephany Griffith-Jones: "Nicholas Kaldor's contribution to the analysis of international monetary reform", *Cambridge Journal of Economics*, 1989 (13), págs. 231.

En la propuesta para una moneda internacional basada en múltiples materias primas, se mostró considerable sutileza política en comparación con la de la estabilización de las materias primas de manera individual. Esta última, hace sugerir inevitablemente una confrontación entre productores y consumidores, los productores queriendo precios altos y los consumidores precios más bajos. Aunque los economistas querían explicar —como lo hace la propuesta THK— que indirectamente y a largo plazo, los países consumidores también se beneficiarían de los ingresos más altos de los países productores primarios, lo que induciría a mayores importaciones y a la aceleración del crecimiento, este conflicto presenta un difícil obstáculo como se demuestra en la confrontada historia de acuerdos individuales sobre materias primas. El enfoque basado en múltiples materias primas, del documento THK, mitiga este conflicto y en cambio enfatiza el interés común de todos los países, en la expansión de la economía mundial y con liquidez internacional suficiente para asegurar el crecimiento del comercio y las condiciones de pleno empleo. A la luz de este hecho, es sorprendente que por lo menos hasta ahora, la acción internacional haya estado dirigida en dirección a acuerdos sobre un producto individual más que a un enfoque basado en una multiplicidad de materias primas. La presente debilidad de los países en desarrollo, que surge de su situación de deuda, por el momento tiene sepultados ambos enfoques. En relación con el problema de la deuda, se podría resaltar que la propuesta THK habría dado por resultado, la creación de liquidez internacional sin nueva creación de deuda, lo que no se puede decir hoy de la estabilización y de los préstamos de ajuste estructural. La propuesta THK cita el Informe de NN.UU. de 1954, sobre “Comercio de Materias Primas y Desarrollo Económico” como uno de sus precursores. Es verdad que el enfoque basado en múltiples materias primas es discutido en forma seria y con buena disposición en el Informe de 1954. Sin embargo, no es una fuente completamente independiente. Siendo el autor del Informe de 1954, puedo testificar el hecho de que la inclusión de la discusión sobre múltiples materias primas se debió en gran medida al consejo de Jan Tinbergen. En ese tiempo, en la Secretaría de NN.UU. teníamos el hábito de consultarle y escuchar su consejo cuidadosamente.

La naturaleza expansionista de la propuesta THK, está bien ilustrada por su insistencia en que las reservas basadas en materias primas no reemplazarían el oro pero lo complementarían. THK enfatiza en el hecho de que el oro y las materias primas son “dos medios separados de intercambio, convertibles el uno en el otro a tasas fijas”. En forma similar, las reservas de materias primas, no sustituirían de ninguna manera la creación de liquidez a tra-

en el paquete, no eliminaría las fluctuaciones en los precios de las materias primas individuales. Sin embargo, mediante la eliminación de los movimientos simultáneos de las materias primas y las reacciones contra-cíclicas, se podría esperar que la volatilidad de los precios individuales de las materias primas se redujera. Por esto, si las acciones adicionales para estabilizar los precios individuales de las materias primas son necesarias, una moneda basada en las materias primas no eliminaría la necesidad de acuerdos individuales de materias primas o la regulación de la oferta individual, o la necesidad de que los países primarios exportadores diversifiquen sus exportaciones. Otro método para proteger a los vendedores de las materias primas individuales con respecto a la volatilidad del precio es mediante el compromiso de comercio con contratos a futuro. Dicho comercio con derivados ha aumentado progresivamente en los años recientes y ha sido posible por los cambios revolucionarios en la tecnología de la información; pero al mismo tiempo ha tendido a desviarse de las materias primas a las divisas, títulos de renta variable y otros indicadores volátiles. Estas operaciones que al mismo tiempo son absolutamente satisfactorias y legítimas para los comerciantes que tratan de reducir el riesgo involucrado en imprevistas fluctuaciones del precio, pueden ser también usadas con propósitos completamente especulativos. Dada la naturaleza infecciosa de los juicios especulativos, esto puede tener el efecto opuesto al legitimar a los comerciantes a aumentar el riesgo de volatilidad en lugar de protegerles contra él.

365

Una de las ventajas de negociar en los mercados de futuros, es que a menudo hacen posible reducir el riesgo a costos más bajos de lo que supondría efectuarlo en tenencias de existencias reales. Sobre todo mediante la reducción de la necesidad de stock, se esperaría que el desarrollo de derivados en comercio de materias primas tuviese un efecto amortiguador sobre los precios de las materias primas —al menos un efecto de amortiguación de una vez por todas— por cuanto, el fondo regulador de los múltiproducos, como propuso Keynes y la propuesta Tinbergen/Kaldor/Hart, tendría un efecto global y permanente en aumentar la demanda por las materias primas.

El comercio de futuros, como todos los otros comercios con derivados, tienen una enorme influencia. Se pueden producir enormes beneficios o pérdidas inesperadas con riesgos relativamente pequeños. Las tentaciones especulativas involucradas sumergirían fácilmente el uso de mercados de futuros, por legítimas transacciones de riesgo reducido. Puede ser posible, aunque difícil, regular y/o establecer un impuesto sobre el uso especulativo de derivados en el comercio de materias primas, al tiempo que se preserve el legítimo elemento de reducción de riesgo.

su punto de vista, actualmente hay una capacidad de oferta potencial altamente derrochada de productos primarios en los países en desarrollo. Su propuesta está diseñada para utilizar estos recursos derrochados y en cambio proveer un “dividendo” mundial para el crecimiento económico y la expansión. El equilibrio entre los dos sectores debía haber sido restaurado por una acelerada industrialización, en lugar de reducciones deflacionarias. La propuesta THK es un símbolo de las teorías de desarrollo de los 60, en el apogeo de la “Era Dorada”. En todo esto podemos percibir claramente el modelo de Jan Tinbergen de la economía mundial como se enunció unos años más tarde en su *World Security and Equity*³. En las palabras del informe THK “el mundo como un todo es una vasta economía subdesarrollada”. En este escenario de un “dividendo” potencial también podríamos ver al precursor del énfasis sobre el potencial de un dividendo para la paz expresado en el *World Security and Equity* basado en una reducción de los gastos militares, hecho que ocupó el pensamiento de Jan Tinbergen durante los últimos años de su vida y le llevó a constituir el Grupo de Economistas para un Dividendo de la Paz.

364

Quizá algún día algún joven economista escribirá la disertación de su Tesis Doctoral, diseñando un modelo de lo que habría sido el curso de la historia económica desde 1964, si la propuesta THK se hubiese llevado a cabo, que seguramente habría significado un mejoramiento sobre el curso actual. Es una pena que el mismo Jan Tinbergen no se sintiera tentado a modelarlo.

Hoy en día, los países desarrollados —abiertamente o en secreto— podrían dar acogida a los bajos precios de las materias primas y a lo que, desde nuestro punto de vista está mejorando los términos de intercambio en la medida en que nos ayuda a controlar la inflación. Pero deberíamos entonces pensar que el aumento de las disparidades del ingreso, el aumento de la pobreza y el reducido crecimiento son el precio que paga el mundo por este método de control de la inflación. Deberíamos entonces volver a THK para obtener un consejo más sabio. A través de THK supimos que no hay ninguna necesidad de tales juegos perdedores; el mundo está lleno de oportunidades de juegos de suma positiva.

Si los políticos no han logrado responder a la propuesta THK, esto es más un comentario sobre los políticos que sobre Tinbergen y sus dos compañero-autores.

Como se ha recalcado, una moneda basada en materias primas, al mismo tiempo que estabilizaría el precio promedio de las materias primas incluidas

³ Jan Tinbergen, *World Security and Equity*, Edward Elgar, 1990.

Colaboradores



M. Aglietta. Es investigador y Profesor de Economía de la Universidad de París. Ha escrito numerosos estudios sobre temas financieros.

Guillermo Calvo. Es Profesor de Economía de la Universidad de Maryland, en Washington DC. Previamente trabajó en el Fondo Monetario Internacional, donde publicó numerosos artículos sobre flujos de capitales y temas relacionados.

Michell Camdessus. Es Director Gerente del Fondo Monetario Internacional. Anteriormente ocupó importantes cargos en el Gobierno francés.

Robert Devlin. Es Jefe de Integración Económica, en el Banco Inter-Americano de Desarrollo. Antes trabajó en CEPAL, donde escribió numerosos artículos y libros sobre finanzas internacionales.

367

Rudiger Dornbusch. Es Profesor de Economía en el Massachusetts Institute of Technology. Ha escrito numerosos y destacados trabajos sobre macroeconomía y finanzas internacionales.

Barry Eichengreen. Es Profesor de Economía de la Universidad de California, Berkeley. Además es Fellow del NBER y del CEPR (Londres). Tiene numerosos escritos sobre finanzas internacionales.

Santiago Fernández de Lis. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid. Entre 1983 y 1986, economista del Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid. Entre 1986 y 1991, Titulado del Servicio de Estudios del Banco de España. Desde 1991, Subjefe de Estudios de Economía Internacional del Banco de España. Profesor de Sistema Monetario Europeo en ICADE. Profesor de Sistema Financiero Español en la Universidad Carlos III de Madrid. Autor de diversos estudios sobre sistema monetario internacional, unión monetaria europea y política monetaria en general.

actualmente es profesor de Sistema Financiero Español en la Universidad Carlos III de Madrid. Autor de diversos trabajos sobre sistemas de pagos, ahorro, mercados de deuda pública, sistema monetario europeo y unión monetaria.

Sir Hans Singer. Es Profesor Emérito del Institute of Development Studies de la Universidad de Sussex. Ha escrito ampliamente sobre desarrollo económico, y es particularmente conocido por su teoría sobre el deterioro de los términos de intercambio.

Barbara Stallings. Es Jefe de la División de Desarrollo Económico de CEPAL. Antes fue Profesora en la Universidad de Wisconsin, donde también dirigió el Centro de Estudios Globales. Ha escrito numerosos artículos y libros sobre economía internacional y desarrollo.

James Tobin. Tiene el Premio Nobel de Economía. Es Profesor Emérito de la Universidad de Yale.

John Williamson. Es Senior Fellow del Institute of International Economics, en Washington DC. Anteriormente fue Profesor de Economía en varias Universidades. Es un destacado experto en temas de finanzas internacionales y de teoría macroeconómica; es particularmente conocido por su análisis de los tipos de cambio.

369

Charles Wyplocz. Es Profesor de Economía en el Instituto de Estudios Internacionales de Ginebra, y en el INSEAD, en Francia. Ha escrito importantes trabajos sobre finanzas internacionales.

Ricardo Ffrench-Davis. Es Asesor Regional Principal en CEPAL. Anteriormente fue Gerente de Estudios en el Banco Central de Chile. Ha escrito numerosos artículos y libros sobre finanzas internacionales y políticas macro-económicas.

José García Solanes. Economista español. Catedrático de Fundamentos del Análisis Económico en la Universidad de Murcia desde 1987 y en la Universidad de Valladolid entre 1983-87. Director del Instituto Regional de Cooperación Europea de la Universidad de Murcia desde 1990. Profesor visitante en diferentes universidades extranjeras y autor de numerosos libros y artículos sobre macroeconomía internacional e integración económica.

Alan Greenspan. Es Presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Stephany Griffith-Jones. Es Profesora e investigadora en el Institute of Development Studies, de la Universidad de Sussex. Ha sido consultora de varios organismos internacionales, como CEPAL, Banco Interamericano de Desarrollo, Banco Mundial y otros. Ha publicado numerosos libros y artículos sobre temas financieros, en particular sobre finanzas internacionales.

368

Peter Kenen. Es Profesor de Economía y de Finanzas Internacionales, y Director de la Sección de Finanzas Internacionales en la Universidad de Princeton. Es un destacado experto en temas financieros internacionales.

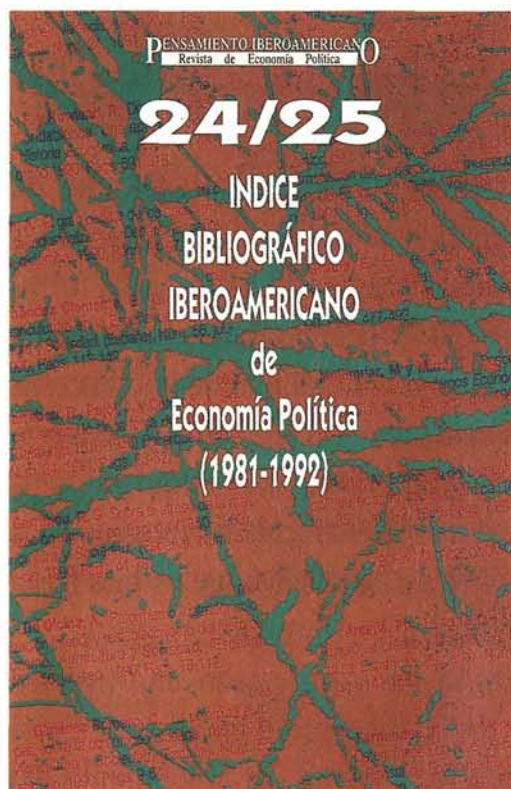
Carlos Massad. Es Ministro de Salud del Gobierno de Chile. Anteriormente fue Secretario General Adjunto de CEPAL y Presidente del Banco Central de Chile.

Guillermo Ortiz. Es Ministro de Hacienda de México. Anteriormente fue Sub-Secretario de Hacienda de México.

Jaime Ros. Es Profesor de Economía de la Universidad de Nôtre Dame. Es experto en temas macro-económicos, sobre los cuales ha escrito numerosos artículos y libros.

Javier Santillán. Economista español. Titulado del Servicio de Estudios del Banco de España, donde trabaja, en el Servicio de Estudios. Ha trabajado en la Comisión de las Comunidades Europeas, División Monetaria de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros, en calidad de "Experto Nacional" enviado por el Banco de España. Ha sido profesor en ICADE y

Índice Bibliográfico Iberoamericano de Economía Política (1981-1992)



Uno de los objetivos que se planteó Pensamiento Iberoamericano cuando empezó a publicarse en 1982 fue el de contribuir al potenciar la comunicación intelectual entre España, Portugal y los países de América Latina.

Entre otras tareas emprendidas para alcanzar tal fin desde entonces se desarrolló una labor de seguimiento de un número muy amplio de revistas especializadas en economía y ciencias sociales del área iberoamericana. Tal tarea se reflejó en la aparición continuada, a partir del número 16, de la sección

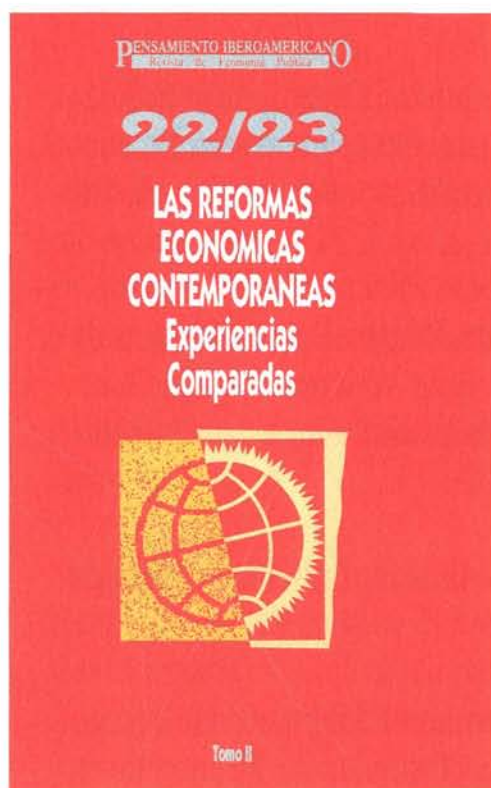
Revista de Revista Iberoamericanas que recogía el contenido básico de las revistas representativas de circulación regular. La referencia de los artículos indiciados se podía localizar a partir de tres índices: el de publicaciones, el de autores y el geográfico.

En este contexto, el número 24-25 de Pensamiento Iberoamericano está dedicado a la recopilación de todos los artículos de las revistas indiciadas entre 1982 y 1992, lo que le convierte en un instrumento de documentación que refleja la diversidad y riqueza de las publicaciones seguidas. En el número citado se incluyen 15.420 referencias de las 206 revistas consultadas de acuerdo con un criterio de clasificación que, cuando ha sido posible, se ha tratado de compatibilizar con el utilizado por el Journal of Economic Literature de la American Economic Association.

Cada ejemplar está acompañado de un diskette que mediante el programa DBASE permite acceder cómodamente a la base de datos.

Las Reformas Económicas Contemporáneas: Experiencias Comparadas (Tomo II)

Enero-Junio 1993



El segundo tomo de esta edición analiza diversas experiencias de reforma económica en diferentes países y áreas, con la finalidad de extraer las enseñanzas que puedan ser potencialmente útiles para afrontar la compleja tarea de la transición postsocialista.

En la primera sección se revisa la experiencia de América Latina en los años 80 en los ámbitos de la estabilización macroeconómica y el ajuste y la liberalización externa. A continuación se estudia el proceso gradual de reformas económicas en China y la posibilidad de transferir a Europa Oriental los patrones de desarrollo hacia fuera de los nuevos países industriales del este asiático.

Dedicamos una sección a la revisión de los factores que hicieron posible la transición democrática y la reforma en profundidad de la economía española, al reunir una gran parte de los ingredientes de los problemas actuales que afrontan los países de Europa Oriental y las repúblicas de la antigua Unión Soviética.

Por último, se incluyen las intervenciones finales que, a modo de síntesis, cerraron las sesiones del Seminario.

Ajuste y Reformas Económicas en América Latina: Patricio Meller, *Ajuste y reformas económicas en América Latina: Problemas y experiencias recientes*; Roberto Frenkel, *Comentarios al artículo de Patricio Meller*; Carmelo Mesa-Lago, *Cuba: Un caso único de reforma anti-mercado. Retrospectiva y perspectivas*; Eliana Cardoso, *Comentarios al artículo de Carmelo Mesa-Lago*; Joseph Ramos, *Reformas Económicas en América Latina: Lecciones para Europa oriental*.

Experiencias de Reforma Económica en Asia: Dwight H. Perkins, *El enfoque "gradual" de las reformas de mercado en China*; Linda M. Koenig, *Comentarios al artículo de Dwight Perkins*; Alice H. Amsden, *¿Puede competir Europa oriental "fijando correctamente los precios"?*; Yevgeny Kuznetsov, *Comentarios al artículo de Alice Amsden*; Mario I. Blejer, *Comentarios a los artículos de Dwight Perkins y Alice Amsden*; Colin I. Bradford Jr., *Las causas del dinamismo del Este Asiático y el problema de la transferibilidad*.

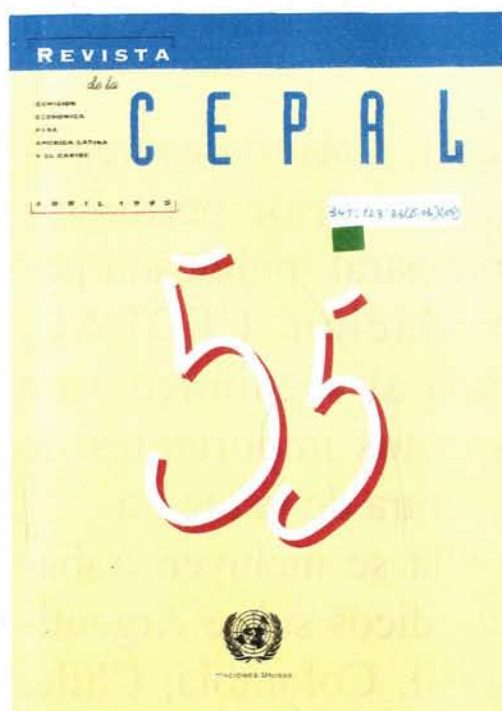
Reforma Económica y Transición Democrática en la Europa del Sur: Miguel Angel Fernández Ordóñez y Luis Servén, *Reforma económica en la Europa del Sur: El caso de España*; Guillermo de la Dehesa, *Comentarios al artículo de Miguel Angel Fernández Ordóñez y Luis Servén*.

Exposiciones Finales: Opciones y Retos de los Procesos de Reforma Económica: Yilmaz Akyüz, *Intervención del Estado y crecimiento económico*; Nancy Birdsall, *Ajuste y reformas económicas. La necesidad de gestionar la transición al crecimiento*; Colin I. Bradford Jr., *La experiencia del Este Asiático en la reforma económica: Opciones y retos para las antiguas economías socialistas*; Lance Taylor, *Algunos aspectos controvertidos de los procesos de reforma económica postsocialistas*.

Revista de la CEPAL n.º 55

Comisión Económica para América Latina y el Caribe

Abril 1995



Una síntesis de la propuesta de la CEPAL. *Eugenio Lahera, Ernesto Ottone y Osvaldo Rosales.*

Consolidación de la paz después de los conflictos: un desafío para las Naciones Unidas. *Graciana del Castillo.*

Descentralización y democracia: el nuevo municipio latinoamericano. *Eduardo Palma.*

Economía política del proteccionismo después de la Ronda Uruguay: *José Tavares.*

Política comercial e inserción internacional. Una perspectiva latinoamericana. *Marta Bekerman y Pablo Sirlin.*

Movimientos de capital y financiamiento externo. *Benjamín Hopenhayn.*

Impacto de la política cambiaria y comercial sobre el desempeño exportador en los años ochenta. *Graciela Moguillansky.*

Situación y perspectivas ambientales en América Latina y el Caribe. *Nicolo Gligo.*

Expectativas de la juventud y el desarrollo rural. *Martine Dirven.*

Empresas transnacionales y cambios estructurales en la industria de Argentina, Brasil, Chile y México. *Ricardo Bielschowski y Giovanni Stumpo.*

El Salvador: política industrial, comportamiento empresarial y perspectivas. *Roberto Salazar.*

El cambio tecnológico en los análisis estructuralistas. *Armando Kuri.*

Las publicaciones de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y las del Instituto Latinoamericano y del Caribe de Planificación Económica y Social (ILPES) se pueden adquirir a los distribuidores locales o directamente a través de:

Publicaciones de las Naciones Unidas:

Sección de ventas — DC-2-866. Nueva York, Nr. 10017. Estados Unidos de América.

Publicaciones de las Naciones Unidas:

Sección de Ventas — Palais des Nations. 1211 Ginebra 10. Suiza.

Unidad de Distribución: CEPAL. — Casilla 179-D. Santiago de Chile.

Los Nuevos Estilos de la Integración Económica



Julio-Diciembre 1994

Entre las muchas sorpresas que ha deparado el final del siglo XX, una de las menos previsibles, en el contexto del intenso proceso de globalización de la economía mundial, ha sido el rebrote de los procesos de regionalización, integración y cooperación regional. Estos han adquirido una dinámica inesperadamente acelerada y unas orientaciones escasamente previsibles hasta hace poco.

Ello se ha manifestado en América Latina y el Caribe como en Europa. En el primer caso, a través del crecimiento del comercio intralatinoamericano, del resurgimiento de los antiguos esquemas de inte-

gración y el florecimiento de nuevos compromisos de libre comercio y cooperación binacional o plurinacional. En Europa, la señal más evidente lo constituye la escalada numérica que ha supuesto que los 6 países fundadores de la CEE se hayan elevado a 15 en 1995.

En función de lo anterior, este número de Pensamiento Iberoamericano está dedicado al análisis, por parte de un destacado grupo de especialistas en estas materias coordinado por Eduardo Gana, de los temas señalados.

Ensayo Introductorio: Eduardo Gana, editor invitado: *La dinámica y los nuevos estilos de la integración económica en América Latina y en Europa.*

Tendencias actuales de los procesos de integración económica en América Latina y el Caribe: Gert Rosenthal: *El regionalismo abierto de la CEPAL*; Eduardo Gana: *Los cambios estructurales en la integración latinoamericana y caribeña*; Juan Mario Vacchino: *Articulación y convergencia en el actual contexto latinoamericano, desde la perspectiva de la ALADI*; Armando Di Filippo: *Regionalismo abierto y empresas latinoamericanas*; Jorge Lucángeli: *MERCOSUR: antecedentes, logros y perspectivas*; Haroldo Rodas: *Condicionantes externos y perspectivas de la integración económica centroamericana*; Johannes Heirman: *Dinámica y cambio estructural del comercio en la ALADI*; Manuel R. Agosin y Roberto Alvarez: *¿Le conviene a los países de América Latina adherirse al NAFTA?*

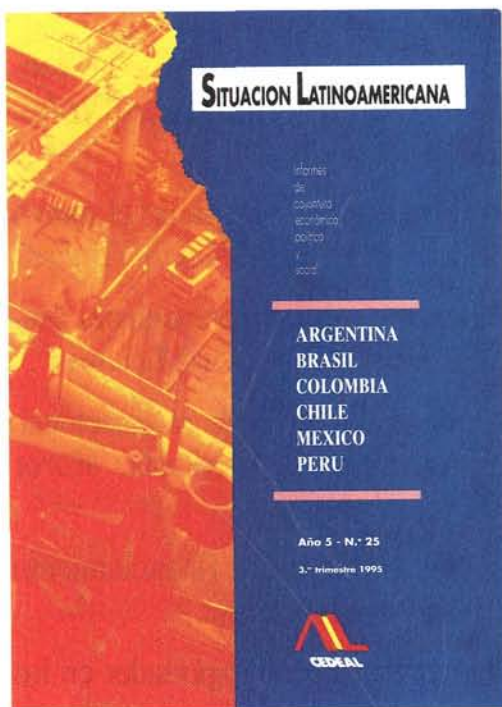
Tendencias actuales de los procesos de integración económica desde la perspectiva europea: Carlos Westendorp: *Consecuencias económicas de la integración en la Unión Europea para la sociedad española*; José Antonio Nieto: *La extensión de los espacios de integración comercial de la Unión Europea y los Estados Unidos.*

Situación Latinoamericana

Informes de coyuntura económica, política y social

ARGENTINA, BRASIL, COLOMBIA, CHILE, MEXICO, PERU

3.^{er} trimestre 1995



Situación Latinoamericana es una revista de periodicidad trimestral, publicada por la Fundación CEDEAL, dedicada al seguimiento de los aspectos importantes de la coyuntura de la región.

En ella se incluyen trabajos periódicos sobre Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Perú realizados por equipos permanentes inte-

grados por prestigiosos investigadores y centros de estudios de los diferentes países.

En los informes se analizan los principales cambios que en materia de comportamientos macroeconómicos (producción, precios, salarios, empleo, sector exterior, financiación externa, etc...), sociales y políticos se van produciendo en cada una de las sociedades analizadas.

Pedidos y correspondencia:

Fundación CEDEAL.

Agencia Española de Cooperación Internacional. Avenida de los Reyes Católicos 4.
28040 Madrid. España. Teléfonos: (91) 544 63 75 y 583 82 76. Fax: (91) 544 65 00.

Precio de suscripción por una año (4 números):

España: 12.000 ptas. (envío incluido).

Extranjero: 100 US \$ (envío incluido).

LISTA DE PRECIOS PARA 1995-1996

NUMEROS SUELTOS

— En España:

Nº 1, 2, 3, 4, 6 y 7	1.000 Pts.
Nº 8	1.300 Pts.
Nº 11, 12 y 13	1.500 Pts.
Nº 15, 16, 17, 18 y 19	1.800 Pts.
Nº 20 y 21	2.300 Pts.
Nº 22/23 (2 tomos)	5.000 Pts.
Nº 24/25	5.000 Pts.
Nº 26	2.500 Pts.
Nº 27	2.500 Pts.

— En el Extranjero:

Nº 1, 2, 3, 4, 6 y 7	US\$ 14
Nº 8, 11, 12 y 13	US\$ 15
Nº 15, 16 y 17	US\$ 17
Nº 18 y 19	US\$ 20
Nº 20 y 21	US\$ 25
Nº 22/23 (2 tomos)	US\$ 60
Nº 24/25	US\$ 60
Nº 26	US\$ 30
Nº 27	US\$ 30

Números Agotados: 5, 9, 10 y 14

SUSCRIPCIONES POR CUATRO NUMEROS (2 AÑOS)

A.- Suscripciones Personales (*):

España y Portugal	9.500 Pts.
Resto de Europa	US\$ 95
América Latina	US\$ 80
Resto del mundo	US\$ 100

B.- Suscripciones Institucionales. (Universidades, Bibliotecas, Centros de Investigación y otras instituciones) (*):

España y Portugal	10.000 Pts.
Resto de Europa	US\$ 105
América Latina	US\$ 90
Resto del mundo	US\$ 110

(10% de descuento a Librerías y Agencias de Suscripción)

SOLICITUD DE SUSCRIPCIONES E INFORMACION

Pensamiento Iberoamericano. Revista de Economía Política
Agencia Española de Cooperación Internacional
Instituto de Cooperación Iberoamericana
Avda. Reyes Católicos, 4
28040 Madrid

FORMA DE PAGO

Giro postal a la misma dirección de Solicitud de Suscripciones e Información, talón nominativo a favor de: PENSAMIENTO IBEROAMERICANO.

(*) Gastos de envío 20% sobre el importe de la suscripción.

Tema Central

M. Aglietta

Globalización financiera, riesgo sistémico y control monetario en los países de la OCDE

S. Griffith-Jones

Globalización de los Mercados Financieros y el Impacto de los Flujos hacia los Países en Desarrollo: Nuevos Desafíos para la Regulación

R. Devlin, R. French-Davis y S. Griffith-Jones

Flujos de capital y el desarrollo en los noventa: implicaciones para las políticas económicas

S. Griffith-Jones y B. Stallings

Nuevas tendencias financieras globales: implicaciones para el desarrollo

J. Ros

La crisis mexicana y la reforma de la política macroeconómica

A. Greenspan

Testimonio ante el Comité de Relaciones Exteriores del Senado de los Estados Unidos

G. A. Calvo

Testimonio acerca del paquete de préstamo garantizado para México

M. Camdessus

Entrevista

G. Ortiz

Cómo estamos manejando la crisis del Peso

R. Dornbusch

Al ayudar a México, Estados Unidos se ayuda a si mismo

J. Williamson

El manejo de los flujos de entrada de capitales

P. B. Kenen

Maneras de reformar los acuerdos sobre el tipo de cambio

J. García Solanes

Movilidad internacional de capitales en la Unión Europea

S. Fernández de Lis y J. Santillán

Regímenes cambiarios e integración monetaria en Europa

B. Eichengreen, J. Tobin y C. Wyplosz

Dos argumentos para echar arena en las ruedas de la financiación internacional

C. Massad

Un nuevo sistema monetario internacional para el futuro

H. Singer

Propuesta para una moneda de reserva basada en materias primas



AGENCIA ESPAÑOLA
DE COOPERACIÓN
INTERNACIONAL