

# Los Flujos del Capital<sup>1</sup>

Guillermo Perry Rubio

Constituye para mí un honor inaugurar este importante seminario en el que se analizarán temas de gran interés para las economías latinoamericanas. Aprovecho la oportunidad para felicitar a Fedesarrollo y al NBER, particularmente a Sebastián Edwards y a Mauricio Cárdenas por el interesante programa del seminario y por haber reunido en este recinto al distinguido grupo de economistas que nos acompañan.

Estamos viviendo en Latinoamérica un proceso de fortalecimiento de los centros de investigación económica. La acelerada globalización e integración de las economías latinoamericanas han permitido intensificar los nexos entre los centros de investigación de la región y adicionalmente, crear y fortalecer vínculos con importantes organizaciones a nivel mundial. Así mismo se han intensificado los intercambios con universidades y entidades multilaterales de crédito. El resultado de esta dinámica ha sido positiva para la calidad del análisis de los centros de investigación y ha originado un renovado interés en la literatura económica contemporánea por analizar temas relevantes a las economías latinoamericanas.

Sin duda los temas escogidos por los organizadores de este foro son de particular importancia para los

países de la región y para la comunidad económica internacional. La macroeconomía de los flujos de capital es una de las áreas de investigación más relevantes en momentos en que el continente se ha integrado a las corrientes financieras mundiales y en el que sucesos anteriores como la crisis de la deuda externa Latinoamericana o más recientemente la crisis del peso Mexicano de finales del año pasado, han permitido apreciar los desequilibrios macroeconómicos que puede ocasionar un cambio repentino en la dirección de los flujos de capitales. La evaluación de las políticas seguidas por nuestros países durante la presente década contribuirá a un mejor entendimiento de los fenómenos cambiarios y permitirá mejorar el diseño y la coordinación de las políticas macroeconómicas.

El fenómeno de flujos de capital hacia Latinoamérica, en la primera mitad de la década de los noventa, ha sido extensamente documentado por la literatura económica reciente. Factores externos como las bajas tasas de interés y la recesión de los principales centros financieros mundiales, el interés de diversificar portafolios hacia economías que habían efectuado importantes reformas económicas y ofrecían un menor riesgo cambiario y reformas económicas y que ofrecían un menor riesgo cambiario y excelentes perspectivas de crecimiento y la repatriación de los

<sup>1</sup> Discurso del Señor Ministro de Hacienda y Crédito Público, en la Instalación del -Octavo Seminario sobre Economía Latinoamericana- organizado por FEDESARROLLO y el NBER. Santafé de Bogotá, Noviembre 16 - 18 de 1995.

capitales que se fugaron en la década de los ochenta, se cuentan entre los factores que explican la masiva entrada de capitales a nuestras economías durante ese período. Entre 1991 y 1993 los flujos anuales de capitales hacia Latinoamérica promediaron US\$ 45.300 millones, equivalentes al 5.1% del PIB de la región, lo que permitió no solamente financiar el déficit en cuenta corriente sino también una acumulación de reservas cercanas a US\$ 18.300 millones promedio anual durante ese período.

Las entradas de capital a Latinoamérica fueron un factor importante en la recuperación económica de la región durante la primera mitad de los años noventa al permitir incrementar sustancialmente los niveles de consumo e inversión y recobrar tasas positivas de crecimiento del producto por habitante. Sin embargo, el exceso de absorción doméstica que se financió por los superávits en la cuenta de capitales originó considerables desequilibrios macroeconómicos que en varios países no pudieron ser corregidos a tiempo y desencadenaron en ellos grandes dificultades económicas y financieras desde finales de 1994.

Uno de los dilemas más importantes de las autoridades económicas al encarar un proceso de liberalización de las economías es la decisión sobre la velocidad y la secuencia óptima de las reformas económicas. La apertura comercial puede ser gradual o acelerada. La liberalización de la cuenta de capitales puede efectuarse previamente, acompañar o seguir al proceso de reforma comercial. En ambos casos el resultado final no solamente depende de la secuencia de las reformas sino de apropiadas políticas monetarias y fiscales que acompañen a las mismas. En el fracaso del proceso de apertura económica de mediados de los setenta en Argentina y Uruguay pudo influir la secuencia de liberación que adoptaron estos países. Por otra parte, aunque Chile implementó la liberación comercial con anterioridad a la apertura de la cuenta de capitales, su programa se frustró por la excesiva revaluación que ocasionó la excesiva entrada de capitales entre 1979 y 1981 en momentos en que las autoridades trataban de esterilizar la acumulación de reservas internacionales. De estas experiencias y de las más recientes se advierte que la velocidad de ajuste entre los mercados de bienes y el de activos financieros es un factor fundamental para tener en cuenta en el momento de diseñar este tipo de políticas.

Entre mitad de los ochenta y comienzos de la década de los noventa la mayoría de las economías

latinoamericanas efectuaron un drástico proceso de reformas estructurales que fueron acompañadas por aceleradas aperturas comerciales y la liberalización de las cuentas de capitales. Entre 1991 y 1993 Colombia participó, aunque moderadamente, del enfoque optimista prevaleciente en ese entonces sobre la capacidad del sistema para absorber los choques que se generaban en un ambiente de libre movilidad de capitales. Pero progresivamente primero y con mayor decisión desde agosto de 1994 adoptó una política más cautelosa al imponer sobre costo a los movimientos de capital de corto plazo con el propósito de prevenir los efectos desestabilizadores de estos flujos.

La crisis de México fue una señal de alerta y condujo a la reapertura de la agenda de discusión sobre administración macroeconómica de los procesos de reforma económica en América Latina, en particular sobre el manejo de los flujos de capitales y la incapacidad del actual ordenamiento monetario internacional para enfrentar con eficacia las situaciones generadas por la alta volatilidad de los flujos de capital. Sin embargo, el debate actual se está dando en un entorno diferente al del inicio de la década, cuando no existían antecedentes de los resultados de un proceso de liberalización comercial y de la cuenta de capitales en un entorno mundial altamente integrado a las corrientes comerciales y financieras, muy diferentes a las vividas en las décadas precedentes.

La forma como las autoridades económicas de los diferentes países de la región manejaron la considerable entrada de capitales desde comienzos de la década y la coordinación entre la política cambiaria y los propósitos de estabilización, determinaron la vulnerabilidad de la balanza de pagos y la respuesta de las economías a los sucesos generados por la crisis del peso mexicano de diciembre pasado. Las experiencias vividas por nuestros países en esta coyuntura, deben ser compartidos y al mismo tiempo deben contribuir para evitar situaciones similares en el futuro.

En efecto, la entrada de capitales al continente creó algunas rigideces en el manejo de la política macroeconómica de la región. En primer lugar, se observó una marcada tendencia a la apreciación real de las monedas, fenómeno que se presentó con mayor fuerza en las economías que utilizaron el tipo de cambio como ancla nominal para controlar el nivel

general de precios. México y Argentina siguieron este tipo de política.

A pesar del ajuste fiscal real originó un deterioro generalizado en la cuenta corriente de la balanza de pago de los principales países de la región, que está asociado con un creciente desequilibrio entre las tasas de inversión y ahorro. El boom de consumo e inversión que se generó a partir de las reformas económicas y que fueron financiadas principalmente por ahorro externo, redujo la tasa de ahorro de la región mientras la participación de la inversión en el PIB crecía paulatinamente.

En este punto, es importante diferenciar la crisis de la deuda latinoamericana en los ochentas con la situación actual. En la primera, la mayor fuente de desequilibrio macroeconómicos se encontraba en el sector fiscal y en el sobreendeudamiento del sector público. En la década de los noventas la mayoría de los países de la región han equilibrado sus finanzas públicas y han reducido de manera importante la carga de su deuda externa.

Tenemos así que los desequilibrios macroeconómicos del continente en esta década surgen principalmente de la brecha entre el ahorro y la inversión privada. Durante los primeros años de la década, los déficits en cuenta corriente fueron financiados holgadamente, como en el caso de México que tuvo un déficit equivalente al 6.4% entre 1991 y 1993, y al mismo tiempo un superávit en la cuenta de capitales cercano al 8% del PIB en el mismo período. El repentino giro de los flujos de capital desencadenaron los problemas que todos conocemos, poniendo sobre la mesa el tema de la sostenibilidad de los desequilibrios externos de nuestras economías y los problemas que trae la dependencia de flujos de capital de corto plazo para financiar la brecha entre el ahorro y la inversión en nuestras economías.

De otro lado, el manejo de los flujos de capital presenta interesantes temas de discusión para el manejo macroeconómicos. El primero es la elección del régimen cambiario para enfrentar las entradas de capitales. Si se adopta un sistema de tasa de cambio totalmente flexible, las entradas de capitales se reflejarán en una aguda apreciación de la tasa de cambio, con el consecuente perjuicio para el sector productor de bienes transables. Si se adopta un sistema de tasa de cambio fijo en el Banco central

perderá control sobre los agregados monetarios y el nivel de precios. De aquí surge entonces el segundo problema, si las autoridades deben estabilizar la acumulación de reservas internacionales o arriesgarse a generar una inflación más alta, que en todo caso produciría la revaluación real.

Sin embargo, la esterilización no es una panacea. Ante una cuantiosa entrada de capitales, el Banco Central compra divisas y acumula reservas internacionales. Para mantener la credibilidad en la política de estabilización de precios, las autoridades esterilizan los efectos monetarios de la acumulación de reservas mediante la colocación de títulos del gobierno lo que normalmente incrementa el nivel de la tasa de interés doméstica que a su vez incentiva la entrada de capitales.

Además, el control monetario a la larga crea problemas fiscales en una economía abierta a los flujos de capital y con rigideces en el tipo de cambio. Trabajos recientes inspirados en el famoso artículo de Sargent y Wallece, "Algo de desagradable aritmética monetarista", sugieren que la esterilización de los flujos de capital de corto plazo es una acción que tiende a perpetuar una alta tasa de interés doméstica y una acelerada expansión de la deuda pública incluida la del Banco Central. Un aumento exagerado de esa deuda incrementa las posibilidades de que las autoridades se vean obligadas a monetizar parte de las pérdidas en que incurre el Banco Central ante las dificultades de aumentar los impuestos. Esta situación puede hacer que la política de estabilización pierda credibilidad y que finalmente las autoridades elijan la solución inflacionaria para evitar una recesión.

Paralelo a la revaluación, los flujos de capitales generan problemas de estabilidad del sistema financiero, especialmente cuando las autoridades no esterilizan y permiten un gran crecimiento de los agregados monetarios y del crédito. El alto crecimiento de la cartera y el deterioro en la calidad de la misma puede generar procesos de desconfianza en la solidez del sistema de por sí debilitado por una excesiva exposición al riesgo crediticio y cambiario.

En Argentina la incertidumbre sobre la sostenibilidad de la política cambiaria produjo una caída del 20% de los depósitos del sistema financiero durante el primer trimestre del año lo que unido al detrimento en el acceso a los mercados internacionales

de capitales, ocasionó problemas de liquidez en el sistema financiero. Para resolver los problemas de liquidez del sistema, el gobierno tuvo que intervenir aumentando el crédito del Banco Central y reduciendo los encajes. La rápida salida de capitales amenazó la continuidad de la política económica y afectó adversamente al sector financiero y crediticio. La economía se ha resentido y para el primer semestre del año muestra una caída del producto de 3.7%, a pesar de los esfuerzos de las autoridades económicas.

Colombia, a partir de la liberalización de la mayoría de los controles de capitales, a comienzos de la década de los noventas, utilizó diferentes estrategias para absorber la entrada de reservas internacionales, mientras se mantenía al mismo tiempo un objetivo cambiario y monetario. Esta estrategia se abandonó a finales de 1991 por los altos costos causifiscales que surgieron por el considerable incremento de la deuda del Banco de la República que pasó de 1.5% del PIB en 1989 al 7% del PIB en 1991, y las altas tasas de interés que recrudecían el problema de los excesivos flujos de capital.

La política monetaria cambió de rumbo en 1992. En lugar de esterilizar totalmente los flujos de capitales el Banco Central, mediante una política expansiva que acomodaba la acumulación de reservas internacionales. Las tasas de interés cayeron a niveles históricos bajos durante 1993 y 1994, estimulando un acelerado crecimiento del consumo y la inversión. La mayor liquidez del sistema financiero condujo a que aumentara su cartera muy por encima del PIB nominal, y a incrementar las presiones inflacionarias sin que dieran las presiones revaluacionistas.

Hacia finales de 1993 se inició tímidamente un nuevo cambio de estrategia consistente en introducir mayores restricciones al endeudamiento de corto plazo. En particular se impusieron sobrecostos al endeudamiento con plazos inferiores a 18 meses, mediante la imposición de depósitos obligatorios sin intereses en el Banco Central.

A pesar de estas regulaciones continuó la tendencia a la apreciación del tipo de cambio real durante 1994, y comenzaban a surgir comportamientos inquietantes de algunas variables macroeconómicas que mostraban tendencias similares a las de algunas economías que posteriormente entraron en crisis.

La economía colombiana estaba viviendo un proceso de endeudamiento interno y externo acelerados que se reflejaba en el primer semestre de 1994 en un crecimiento de la cartera del sistema financiero por encima del 50% anual, y en un creciente endeudamiento externo privado de corto plazo. Los medios de pago a tasas superiores al 35% anual, y los cuasidineros a tasas cercanas al 50%. Las tasas de interés doméstico eran artificialmente bajas lo que estimulaba aún más el endeudamiento. La disponibilidad de crédito y la abundancia de liquidez incentivaban el consumo de la economía lo que se reflejó en una caída de la tasas de ahorro privado desde un nivel de 14.1% del PIB en 1990 a otro de 7.4% en 1994. Ello abría la brecha entre el ahorro y la inversión privada con su consiguiente contrapartida de déficit en cuenta corriente. Esta bonanza a debe había producido un crecimiento exagerado del precio de activos fijos como la vivienda y la tierra, al igual que el de algunas acciones. Todo esto promovía un comportamiento especulativo generalizado, pues era claro para los agentes económicos que este estado de cosas no podía durar indefinidamente.

Las consecuencias macroeconómicas de esta situación implicaban enorme riesgo para la estabilidad macroeconómica y el crecimiento de largo plazo. El incremento acelerado del gasto doméstico y la entrada especulativa de capitales habían producido una revaluación real de la tasa de cambio que en julio de 1994 superaba los diez puntos porcentuales con respecto a su nivel de 1986. A pesar de la revaluación, la tasa de inflación no mostraba señales de ceder al alcanzar un nivel superior al 23% e incluso, mantener una tendencia creciente durante el primer semestre de 1994. La cuenta corriente de balanza de pagos arrojaba un déficit que se aproximaba en 1994 a los 3 mil millones de dólares, casi cinco puntos del PIB, después de haber sido superavitaria sólo dos años atrás. El crecimiento de la economía se estaba produciendo de una forma sumamente desbalanceada, donde sectores transables como la agricultura y la industria crecían lentamente, a ritmos inferiores del 1.8% anual, mientras que sectores no transables como construcción y servicios lo hacían a tasas de 9.4% y 8.1% respectivamente.

Este panorama conformaba una situación macroeconómica insostenible que, de no corregirse con prontitud, hubiera llevado a la imperiosa necesidad

de efectuar rigurosos ajustes con un costo inaceptable en términos de actividad productiva y empleo. Se requería en consecuencia un viraje importante de la política económica que corrigiera la tendencia equivocada de algunas variables críticas, y que al mismo tiempo tratara de no afectar el crecimiento de la economía y el nivel de empleo.

Reconociendo los efectos perversos de la revaluación real sobre la actividad económica y la competitividad internacional, el Gobierno impulsó, en coordinación con la Junta Directiva del Banco de la República, un conjunto de medidas orientadas a controlar el movimiento de capitales especulativos tales como las restricciones al endeudamiento externo de corto plazo, la aceleración de pagos por importaciones, y la imposición de canjes a los bancos sobre pasivos en moneda extranjera. Asimismo, se decidió ahorrar temporalmente en el exterior los excedentes del Fondo Nacional del Café y se promovió la expansión de la Ley que creó el Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera. Estas medidas, junto con una nueva coyuntura externa hacia finales de 1994, caracterizada por la crisis mexicana y la recuperación de las economías desarrolladas, contribuyeron a reducir la presión sobre la tasa de cambio. Este nuevo escenario pronto se manifestó en la dirección deseada. Desde los últimos meses de 1994 la revaluación real del peso comenzó a ceder y a la fecha, ha desaparecido completamente, recuperándose con ello la tasa de cambio real de referencia del año base 1986. Esto ha permitido relajar algunas medidas que se habían adoptado en el período anterior para reducir la afluencia de divisas, tales como el plazo máximo para el giro por importaciones, a los requisitos de posición propia mínima en moneda extranjera para los intermediarios financieros.

De otra parte, se ha logrado el crecimiento del crédito a tasas cercanas a las proyectadas en la programación macroeconómica y, al mismo tiempo, se ha incrementado en dos puntos la tasa de ahorro del sector privado. Todo lo anterior se ha logrado sin causar una reducción en el nivel de actividad económica y avanzando en la reducción de la inflación.

La estrategia mixta seguida por Colombia, que es en muchos aspectos similar a la de Chile, ha demostrado su utilidad en el logro de la estabilidad macroeconómica. El sistema de bandas cambiarías, con una meta prefijada de devaluación nominal, que

tiene como objetivo mantener una tasa de cambio real competitiva, y la simultánea adopción de controles a los flujos de capital de corto plazo, evitaron el comportamiento errático de los principales indicadores económicos a partir de la crisis de diciembre pasado.

En el futuro inmediato, es necesario conseguir fuentes estables de financiación para reducir la brecha entre ahorro e inversión que, en Colombia, se ha ampliado en los últimos años. Por esto es importante diferenciar entre los flujos de capital de corto y de largo plazo. Todos sabemos de las externalidades positivas y la relativa estabilidad de la inversión extranjera directa en los países en vías de desarrollo. Las reformas económicas y las nuevas políticas para atraer el capital extranjero han sido exitosas en Colombia al igual que en muchos países de la región. Estos hechos y la tradición de estabilidad en las reglas del juego, han permitido un crecimiento vertiginoso de la inversión extranjera directa en Colombia que paso de US\$ 484.2 millones en 1990 a US\$ 1.515.5 millones en 1994 y un estimado de US\$ 2.023.2 millones en 1995.

Del mismo modo, hemos sido prudentes en autorizar la inversión extranjera de portafolio. Solamente se ha autorizado la participación de reconocidos fondos internacionales en el mercado doméstico. Aunque existen algunas limitaciones en la participación de mercado y en la composición del portafolio de los fondos de inversión extranjeros, existen amplias posibilidades de inversión en acciones y papeles de renta fija. En el momento hay más de 100 fondos extranjeros de inversión inscritos en la Bolsa, con un portafolio aproximadamente US\$ 800 millones, monto que se ha mantenido estable durante el último año.

El prudente manejo macroeconómico de las últimas décadas que ha sido reconocido por las agencias multilaterales de crédito y las principales agencias internacionales de calificación de riesgos, ha permitido el acceso del gobierno y del sector privado a fuentes de financiación de largo plazo y bajos costos en el mercado internacional de capitales. Los bonos colombianos han tenido gran aceptación en estos mercados y, actualmente, se negocian en los mercados secundarios con uno de los más bajos spreads entre los países de la región. Esto ha permitido cambiar el perfil de la deuda externa hacia fuentes más favorables lo que ha contribuido a ir mejorando los indicadores de deuda.

Nuestras proyecciones indican que el déficit en cuenta corriente que este año alcanzará el 5% del PIB, se reducirá paulatinamente en los próximos años aproximadamente 2.2% del PIB en 1998. La coyuntura deficitaria de la cuenta corriente, no se reflejará en una desacumulación de reservas internacionales, las que se han mantenido desde 1993 en un nivel cercano a los \$ 8.000 millones, debido al importante flujo de capitales principalmente de largo plazo que están financiando el déficit en cuenta corriente. En 1994, los flujos netos de capital de largo plazo representaron el 5.2% del PIB que financian totalmente el déficit y la inversión extranjera directa aportó aproximadamente el 50% de la financiación del mismo. Este porcentaje aumentará en los próximos años alcanzando un promedio del 83% del financiamiento del déficit en cuenta corriente proyectado para el período 1995-98. Lo anterior subraya la baja dependencia que tiene la economía colombiana con respecto a los flujos especulativos de capital para el financiamiento de su

balanza de pagos, lo cual limita los efectos desestabilizadores de los capitales de corto plazo sobre la economía.

Hasta hace apenas un año la utilización de la tasa de cambio como ancla para el proceso inflacionario y la opinión que poco importaban los déficits en cuenta corriente si había flujos de capital de corto plazo para enjugarlos, si había colocado como parte del consenso de Washington. Quienes señalábamos el riesgo evidente de éstas políticas y hablamos de controles a los capitales de corto plazo éramos tratados como sospechosos. Hoy las cosas han cambiado, después de que México y otros países han pagado un alto precio.

Los economistas con vocación académica, y más aún, quienes asumimos posiciones de responsabilidad en el manejo de la política económica, debemos cuidarnos siempre de los consensos.