

Flujos de capitales, tasa de cambio real y coyuntura macroeconómica en América Latina

*Mauricio Cárdenas S.**

I. INTRODUCCION

Si bien la década de los ochenta estuvo caracterizada por grandes salidas de capitales de los países latinoamericanos, el inicio de la década del noventa ha estado marcado por una situación externa boyante, debido principalmente a una fuerte entrada de capitales a la región. En efecto, entre 1990 y 1991 el ingreso de capitales superó los US\$ 60.000 millones (US\$ 20.000 millones en 1990 y US\$ 40.000 millones en 1991), de los cuales un poco más de la mitad (US\$ 33.000 millones) sirvió para aumentar el stock de reservas internacionales. El resto, por consiguiente, se utilizó en la financiación de los desequilibrios crecientes en la cuenta corriente¹.

Estas tendencias se han manifestado en un amplio número de países con diferencias considerables en sus sistemas cambiarios, en las políticas económicas adoptadas, en el desempeño económico y en las instituciones que regulan las economías. Por consiguiente, las autoridades económicas respectivas han enfrentado problemas similares, tales como una acelerada acumulación de reservas internacionales acompañada de una tendencia hacia la revaluación del tipo de cambio real.

El origen de estos capitales es incierto y ha sido objeto de un interesante debate. Un factor que indiscutiblemente ha contribuido a la acumulación de reservas es la repatriación de capitales fugados durante los años de crisis. Entre los elementos que explican la reversión en los flujos figuran, entre otros, las amnistías otorgadas, la

* El análisis coyuntural contenido en este trabajo se basa en un documento elaborado por Juan Pablo Trujillo, quien realizó una excelente labor de asistencia a lo largo de este proyecto. Deseo agradecer igualmente a Ana María Herrera quien recopiló desde Washington alguna información indispensable para realizar este trabajo y a Carmen Reinhart que generosamente facilitó la base de datos utilizada en los ejercicios econométricos de la parte II. Por último, el documento de benefició enormemente de los comentarios de Felipe Barrera, Eduardo Lora y José Antonio Ocampo.

¹ Desde un punto de vista contable, el rubro de mayor importancia dentro de la cuenta de capitales ha sido el endeudamiento externo neto, que representó cerca del 50% de los flujos entre 1990-1991 (atribuible en su mayoría al sector privado). Además, conjuntamente con el aumento en el endeudamiento, la inversión de portafolio y la inversión extranjera directa han aumentado considerablemente. Un 40% del total de estos flujos ha tenido como destino a México, un 30% a Brasil y el 30% restante a Argentina, Chile, Colombia y Venezuela.

liberalización de la cuenta de capitales y la introducción de instrumentos denominados en moneda extranjera. Sin embargo, es indudable que parte del "boom" de capitales en América Latina está asociado a la presencia de nuevos inversionistas foráneos que han modificado su percepción del riesgo y la rentabilidad de la región².

Con todo, no existe un único determinante de la actual coyuntura. Existen tanto factores exógenos (externos) como internos (asociados principalmente a las reformas estructurales) que explican porque los inversionistas han restablecido su confianza en la región. Entre los factores internos merecen destacarse el dinamismo del proceso de privatizaciones (especialmente en Argentina, México y, en menor grado, Venezuela³), el leve resurgimiento del crecimiento económico en América Latina, la reducción de la inflación y, por consiguiente, de la incertidumbre en las decisiones de inversión. La continuidad en el proceso de corrección de los desequilibrios fiscales, iniciado en la década pasada, ha jugado un papel importante en el logro de la estabilización macroeconómica, vital para recuperar la credibilidad internacional sobre la viabilidad de las economías. En el plano estructural, se han adelantado importantes reformas que buscan incrementar el grado de competencia en los mercados, con el propósito de mejorar la eficiencia y la productividad. Entre éstas, las más importantes han sido, sin duda, las asociadas a la liberalización comercial y a la venta de activos productivos del sector público. En el plano político, se han superado la mayoría de los regímenes dictatoriales, recuperando los principios democráticos (con algunas excepciones). Además, un buen número de países latinoamericanos han logrado reestructurar su deuda externa, lo cual ha significado

la estabilización de sus pagos futuros, la eliminación de los pagos atrasados y la reducción del riesgo-país (o región) que percibe la comunidad internacional.

Entre los factores exógenos, es indudable que la marcada caída de la rentabilidad de diversas inversiones en los Estados Unidos (tasas de interés de corto plazo, finca raíz y utilidades de las empresas, entre otros) ha estimulado la repatriación de capitales latinoamericanos y ha hecho más atractivo el endeudamiento en dólares (al tiempo que ha reducido el servicio de la deuda externa existente)⁴. A su turno, los cambios en la regulación de los mercados de capitales en los países industrializados han significado una reducción en los costos de transacción, lo cual ha permitido un mayor acceso de los agentes latinoamericanos a las bolsas internacionales, así como a los portafolios de los fondos de inversión institucionales. Por último, la recesión en los Estados Unidos y en otros países industrializados (especialmente Japón, Alemania y Gran Bretaña), ha hecho más atractivas las inversiones en países con mercados pequeños pero más dinámicos. Sin embargo, la recesión mundial también ha tenido consecuencias negativas, especialmente sobre los sectores exportadores. La fuerte caída en los precios internacionales y en las cantidades exportadas de algunos productos primarios ha contribuido al aumento del déficit en cuenta corriente de los países latinoamericanos. De esta manera, como se mencionó anteriormente, los flujos de capitales extranjeros son la contraparte parcial del mayor desequilibrio en cuenta corriente de la región, cuya magnitud ha estado determinada en buena parte por el aumento en las importaciones resultante de la liberalización del comercio exterior.

² En particular, los inversionistas extranjeros atraídos por las privatizaciones han contribuido a la expansión de los mercados de valores, cuya rentabilidad promedio (en la región) en dólares en 1991 fue de 134%.

³ Las privatizaciones en Chile también han sido importantes, pero en cierto sentido anteceden al período de bonanza de capitales.

⁴ Esto ha llevado a un viraje completo de la cuenta de capitales privados de los Estados Unidos que registra un mayor flujo hacia otros mercados. Los flujos de capital de los Estados Unidos representan cerca del 60% del total de los flujos de capitales hacia América Latina.

Dada la importancia de factores externos que pueden revertirse en el mediano plazo, es recomendable adoptar políticas prudentes en el manejo económico. En el pasado "boom" de capitales que experimentó la región (1978-1982), juicios equivocados sobre el grado de permanencia y sostenibilidad de los flujos indujeron un sobreendeudamiento que a la postre resultó en un desaceleramiento del crecimiento de la región.

En efecto, la experiencia histórica sugiere la presencia de grandes ciclos en los flujos de capital internacionales. Tanto en la década del veinte como entre 1978 y 1982, después de una gran entrada de capitales, los flujos fueron revertidos generando crisis y, consecuentemente, la necesidad de ajustar drásticamente las cuentas externas. En la mayoría de los casos esto significó una fuerte reducción de las importaciones, especialmente las de bienes de capital, con lo que se comprometieron las posibilidades de crecimiento por largos períodos de tiempo.

Dada esta experiencia, en las actuales circunstancias se ha buscado que el superávit en la cuenta capital se refleje más sobre la acumulación de reservas y menos sobre (el déficit de) la cuenta corriente. Sin embargo, todavía es incierto que se haya tenido éxito en generar una mayor inversión productiva en los países de la región, un elemento que resulta decisivo para evaluar las posibilidades de crecimiento futuro. De otra parte, el aumento en el capital productivo también resulta fundamental para evaluar la capacidad de obtener aumentos en la productividad y eficiencia que compensen las pérdidas en competitividad asociadas a la revaluación real de las monedas respectivas. En este sentido, la conciliación de la apertura comercial con el ingreso de capitales ha sido una tarea difícil.

Los bancos centrales han intervenido en los mercados cambiarios con el propósito de reducir los efectos negativos de la entrada de capitales. En la mayoría de los casos la intervención ha sido este-

rilizada, con lo que se han compensado (parcialmente) los efectos monetarios de la compra-venta de divisas. Sin embargo, la esterilización monetaria ha redundado en aumentos en las tasas de interés y en los pasivos de la autoridad monetaria, con lo que el déficit cuasi-fiscal se ha incrementado en cifras que oscilan entre 0.5% y 1% del PIB para países como Chile y Colombia (en este último los pasivos ascienden a US\$3.500 millones). Por supuesto, este tipo de políticas generan restricciones significativas sobre las finanzas públicas. Como ha sido mencionado repetidamente, el aumento en las tasas de interés ha hecho aún más atractivas las inversiones financieras en la región, con lo que se ha acentuado el problema a resolver. Por ello, algunos países entre los cuales se encuentran Colombia y México, han visto en la reducción de las tasas de interés (y del grado de esterilización) una alternativa en el manejo de la política de estabilización. Algunos países, como Chile, continúan con una política de altas tasas de interés, como parte de una estrategia de reducción de la demanda agregada, dada la virtual existencia del pleno empleo de factores.

Con todo, la intervención en el mercado cambiario no ha logrado impedir la revaluación real en América Latina. Más aún, como el objetivo de la intervención ha sido el de mantener la tasa de cambio dentro de ciertas franjas que oscilan entre $\pm 3\%$ (México) y $\pm 10\%$ (Chile) alrededor del nivel deseado, las autoridades no han buscado la eliminación de toda la variabilidad de la tasa de cambio. Muy por el contrario, el mayor "ruido" en la tasa de cambio se ha visto como un elemento deseable para desestimular el ingreso de capitales especulativos. Sin embargo, la oferta de exportaciones se ha visto afectada tanto por la pérdida de rentabilidad como por el aumento en el riesgo asociado a la incertidumbre cambiaria⁵. Esto es preocupante toda vez que el dinamismo del sector exportador

⁵ Para un análisis de la importancia del riesgo en la función de exportaciones, véase el trabajo de Cohen y Maloney en este número.

no tradicional no es fácilmente recuperable, de manera que una reversión en los flujos de capitales podría generar una nueva crisis de balanza de pagos.

El propósito de este trabajo es doble. En primer lugar, se busca resumir los aspectos más sobresalientes de la coyuntura económica actual en un grupo reducido (pero representativo) de países latinoamericanos. El segundo objetivo, de carácter analítico, es evaluar la hipótesis según la cual el ingreso de capitales puede atribuirse a la existencia de un diferencial de rentabilidades externa e interna. Adicionalmente, como una de las conclusiones de la parte descriptiva es que existe una tendencia clara hacia la revaluación real en América Latina, se estudia la relación empírica entre el nivel de reservas internacionales y la tasa de cambio real.

El trabajo se divide en cinco secciones. En la segunda sección se describen, en términos generales, las grandes tendencias que han caracterizado la economía latinoamericana en los últimos años y se comparan con la experiencia de finales de los años setenta. La tercera sección mira en detalle el comportamiento de algunos indicadores macroeconómicos y discute la coyuntura económica en Argentina, Chile, Colombia, México y Venezuela. La cuarta sección, de carácter cuantitativo, analiza a partir de datos mensuales las propiedades estadísticas de tres variables macroeconómicas (la tasa de cambio real, el nivel de reservas internacionales menos oro y el diferencial de rentabilidades financieras interna y externa) para un conjunto de diez países latinoamericanos (los anteriores más Bolivia, Brasil, Ecuador, Perú y Uruguay) durante el período 1978-1992. En particular, los ejercicios estadísticos evalúan el grado de cointegración entre estas variables, al tiempo que exploran los determinantes de su comportamiento. Asimismo, se realizan pruebas de causalidad de Granger entre los flujos de capital y el diferencial de rentabilidades, teniendo en cuenta la posibilidad de un cambio estructural alrededor de 1988 cuando la mayoría de los países

en cuestión modificaron sustancialmente sus regímenes cambiarios. El trabajo finaliza con una corta sección de conclusiones.

II. TENDENCIAS RECIENTES DE LA ECONOMÍA LATINOAMERICANA

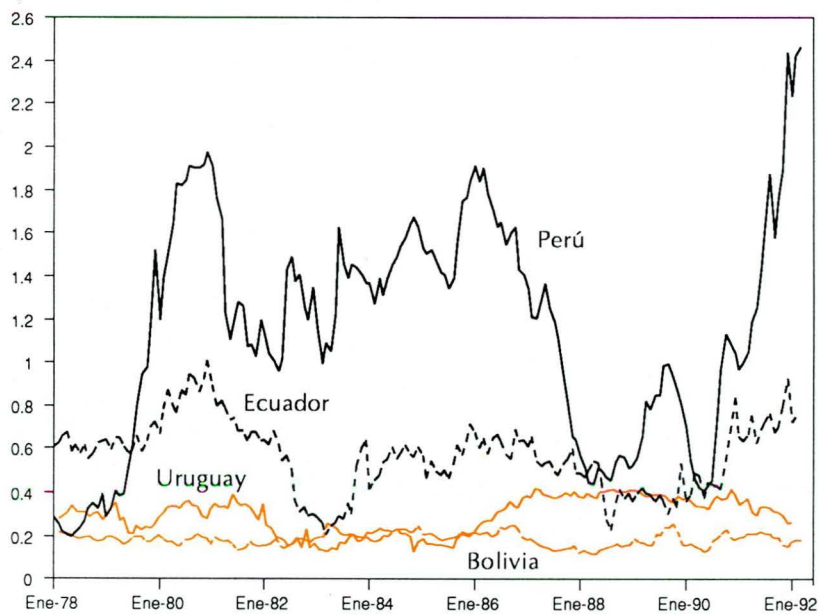
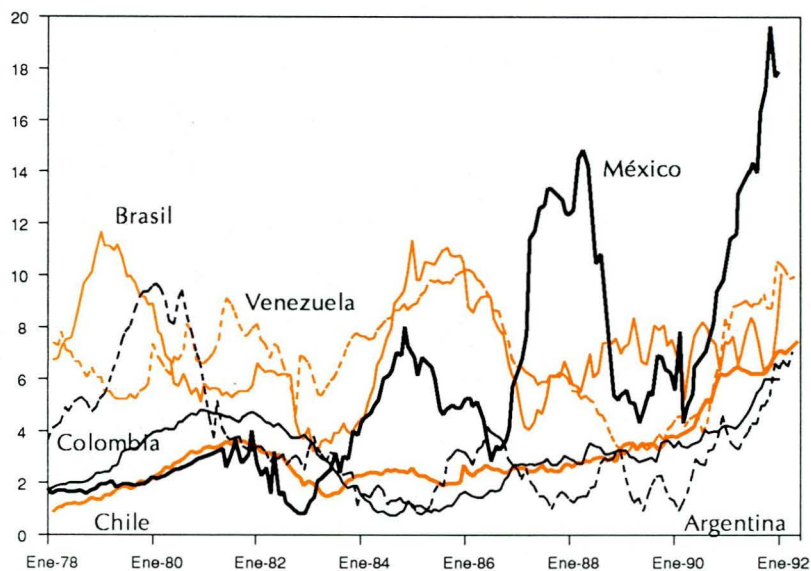
Los Gráficos 1 a 3 muestran el comportamiento mensual de las reservas internacionales (menos oro), la tasa de cambio real y el diferencial de rentabilidades⁶, respectivamente, durante el período 1978-1992 para un conjunto de países latinoamericanos (Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, México, Perú, Uruguay y Venezuela).

Una mirada superficial a los Gráficos 1 y 2 sugiere la presencia de tendencias comunes en este grupo de países. En particular, pueden identificarse, en la mayoría de casos, dos fases de acumulación de reservas y revaluación de la moneda (1978-1981 y 1989-1992), separadas por un período de pérdida de reservas y devaluación real. El comportamiento del diferencial de rentabilidades es mucho más errático que el de las dos variables anteriores (en efecto para fines analíticos se excluyeron aquellas observaciones para las cuales el valor absoluto del diferencial excedía 500%). Incluso si se suaviza la serie de diferenciales, tomando por ejemplo la devaluación anual acumulada en cada mes (en vez de la mensual anualizada), la amplitud y frecuencia de las fluctuaciones en dicha serie tienen pocos elementos en común entre países.

Pese a que los coeficientes de correlación entre países para cada una de las variables no son tan elevados como cabría esperar, es indudable que los países latinoamericanos han experimentado fases similares, con una relativa independencia de sus características específicas. Más concretamente, parece ser cierto que los grandes ciclos finan-

⁶ Medido como la diferencia entre la tasa de interés interna menos la tasa de interés externa menos la tasa de devaluación (ex-post), expresadas en valores anuales equivalentes.

Gráfico 1. RESERVAS MENOS ORO
Miles de millones de dólares
(Mensual)



**Gráfico 2. TASA DE CAMBIO REAL 1980=100
(Mensual)**

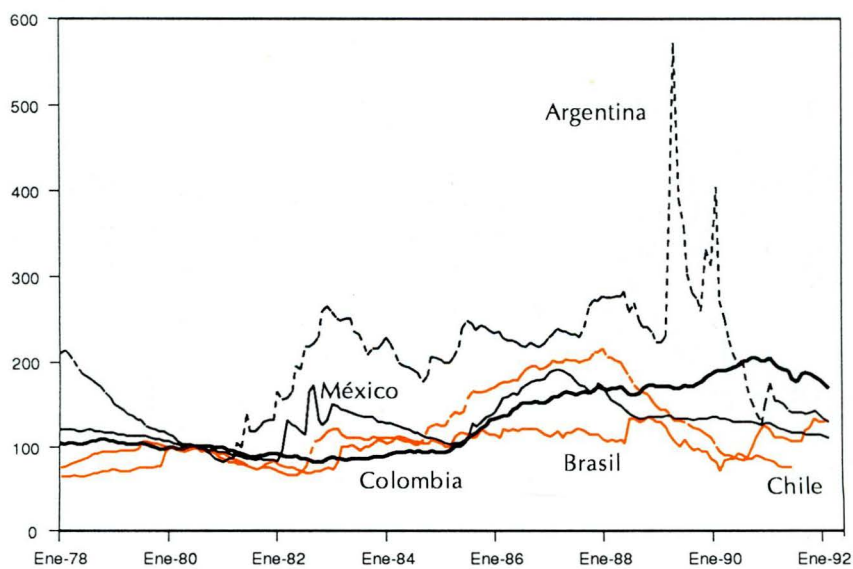
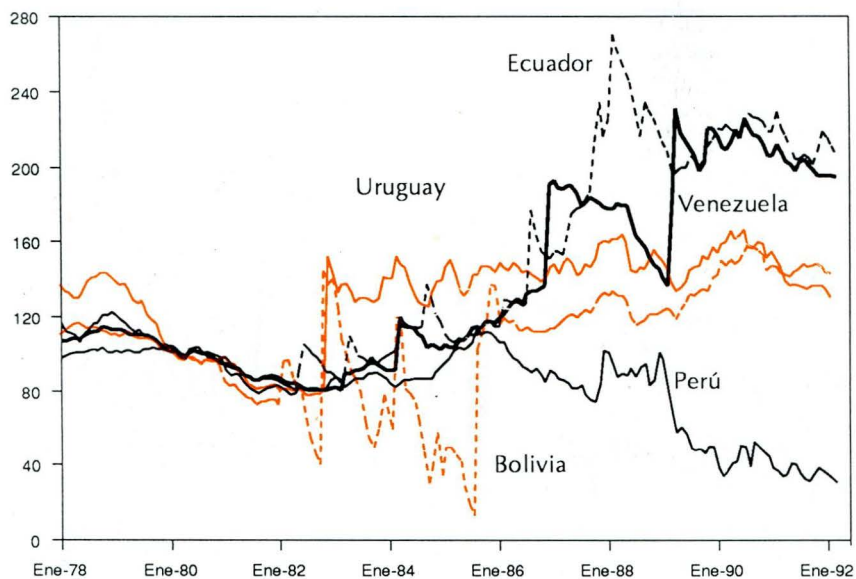
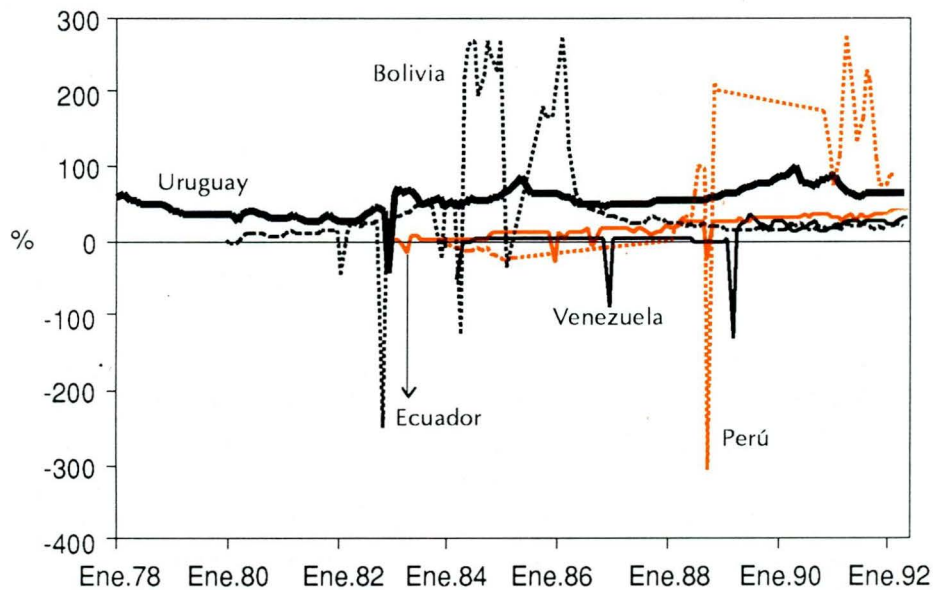
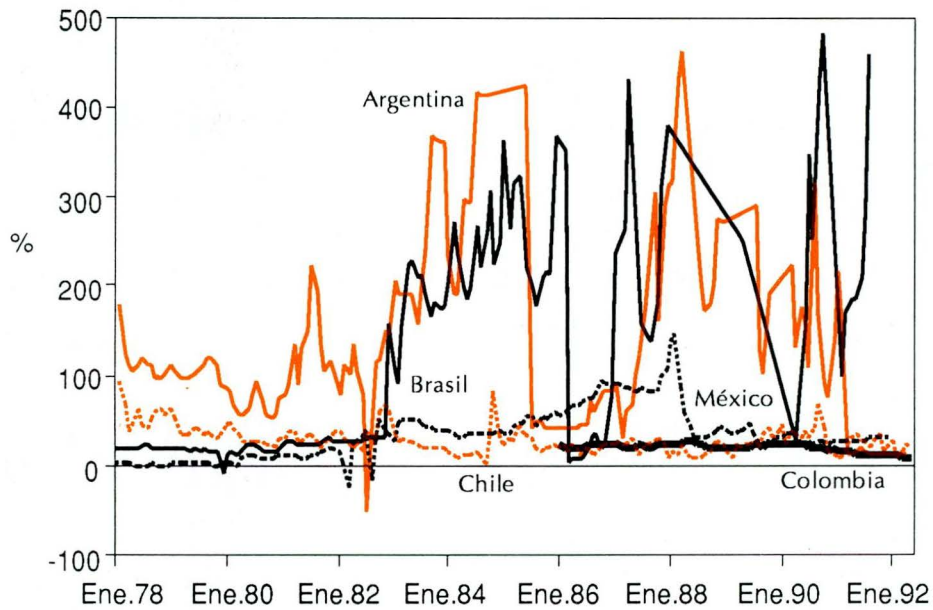


Gráfico 3. DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD ($r_t - r_t^* - e_t$)
(Mensual)



cieros internacionales los han afectado de manera similar, independientemente de las condiciones iniciales. Sin embargo, afirmaciones de este calibre sólo pueden hacerse sobre la base de información muy agregada, como es el caso del nivel de reservas internacionales. Cuando se miran más en detalle los componentes de la balanza de pagos para cinco de estos países (el costo aquí es sacrificar información mensual por datos anuales o trimestrales, en el mejor de los casos), las diferencias se hacen evidentes (ver Gráfico 4).

Por ejemplo, tanto en Argentina como en Chile la cuenta corriente ha sido continuamente deficitaria, a excepción de algunos trimestres de 1990 en Argentina y de 1991 en Chile. En ambos casos el desequilibrio corriente es atribuible al pago de intereses sobre la deuda externa, pese a los incrementos continuos en el superávit comercial durante la mayor parte de la década.

En Colombia, por el contrario, después de un período de saldos negativos (1981-1985), la cuenta corriente de la balanza de pagos se equilibró a partir de 1986, de manera que para 1991 el saldo positivo era ya significativo, constituyéndose en el principal determinante de la acumulación de reservas⁷. El caso mexicano muestra un patrón bastante definido. Entre 1978 y 1982 la cuenta corriente fue altamente deficitaria. La generación de un superávit en cuenta corriente, indispensable para financiar la amortización de la deuda externa, fue la característica hasta 1989. A partir de entonces, las transacciones corrientes han sido deficitarias, gracias al fuerte ingreso de capitales. En este sentido, México es el país en el cual parece haber más similitudes entre las bonanzas externas de fines de los setenta y comienzos de los noventa. A diferencia de los demás países, la cuenta corriente venezolana ha sido frecuentemente superavitaria durante los últimos doce años (aun-

⁷ En parte debido a que la sobrefacturación de exportaciones se ha utilizado para repatriar divisas de procedencia ilegal (algunas de las cuales en realidad constituyen una transacción de capital).

Gráfico 4. BALANZA DE PAGOS 1978-1992
(Millones de dólares, trimestral)

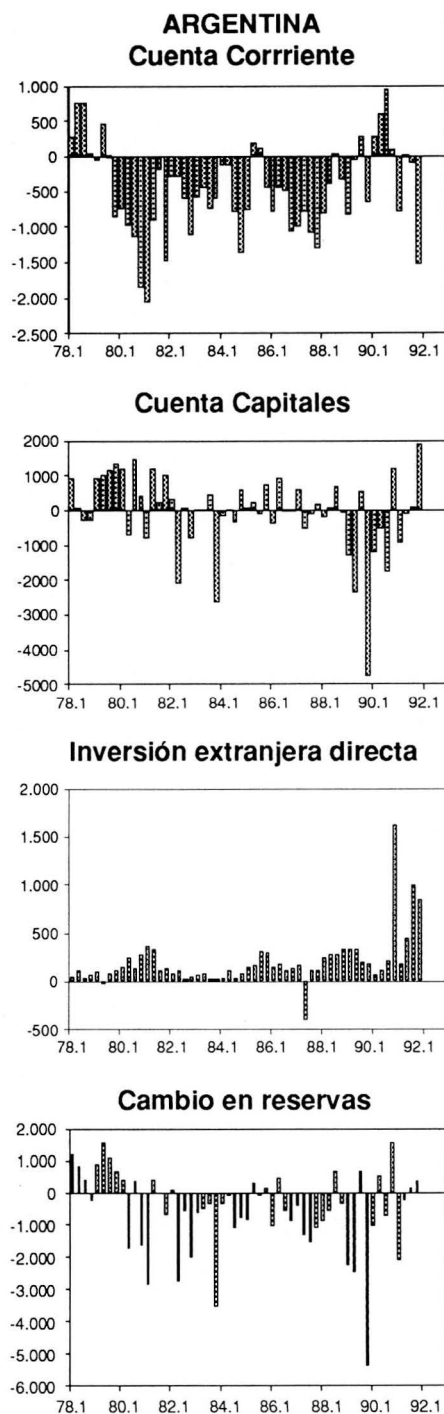
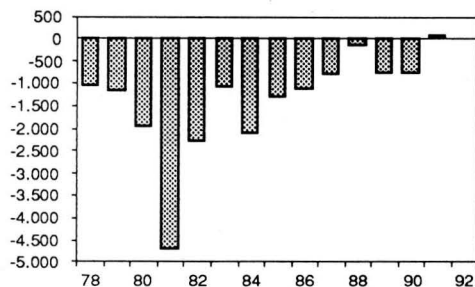


Gráfico 4. BALANZA DE PAGOS 1978-1992

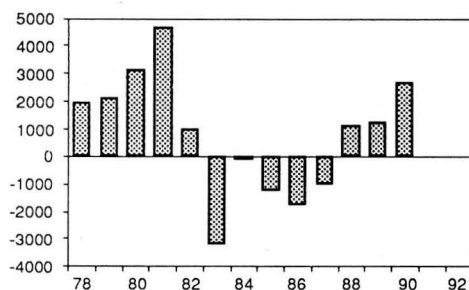
(Millones de dólares, anual)

CHILE

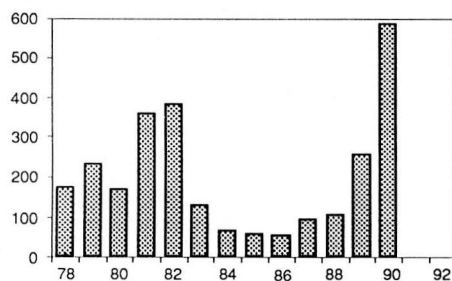
Cuenta Corriente



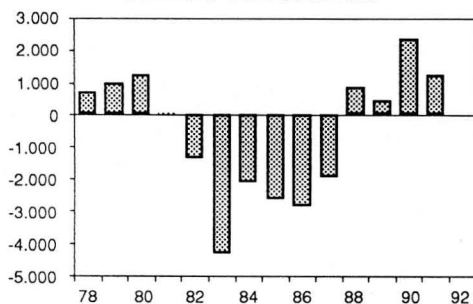
Cuenta Capitales



Inversión extranjera directa



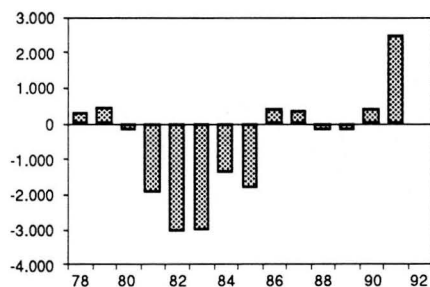
Cambio en reservas



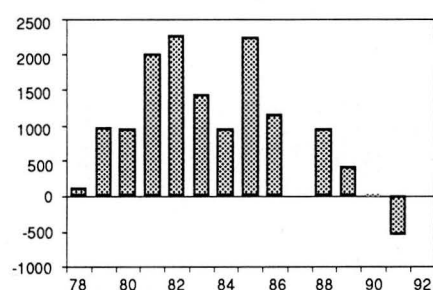
(Millones de dólares, anual)

COLOMBIA

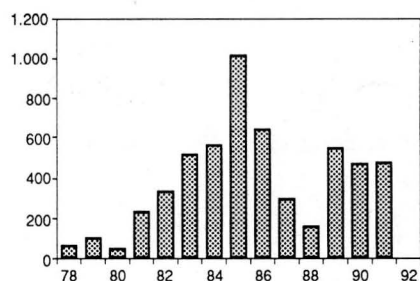
Cuenta Corriente



Cuenta Capitales



Inversión extranjera directa



Cambio en reservas

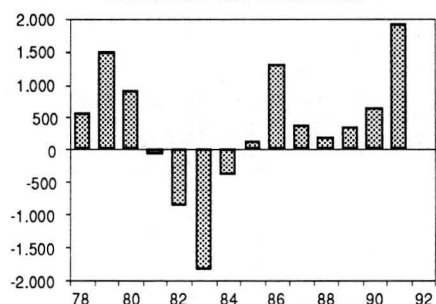
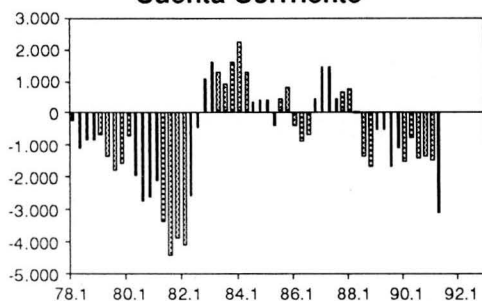


Gráfico 4. BALANZA DE PAGOS 1978-1992

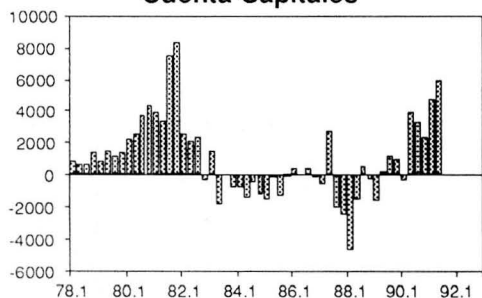
(Millones de dólares, trimestral)

(Millones de dólares, anual)

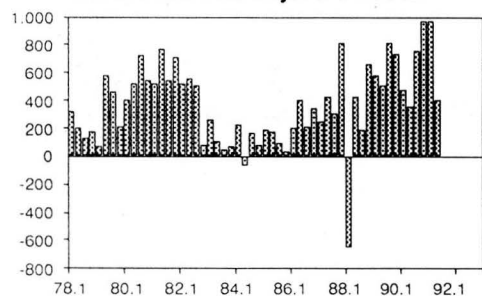
MEXICO Cuenta Corriente



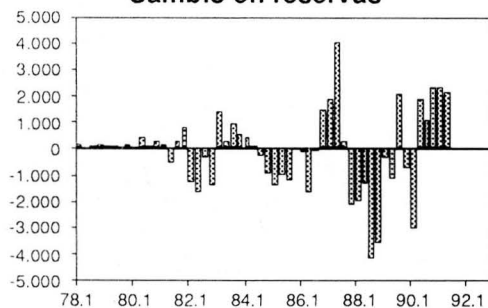
Cuenta Capitales



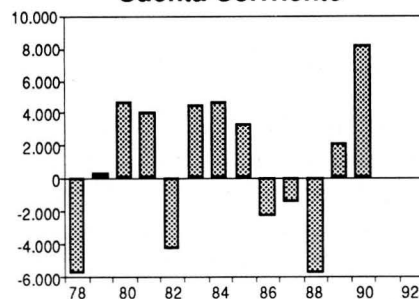
Inversión extranjera directa



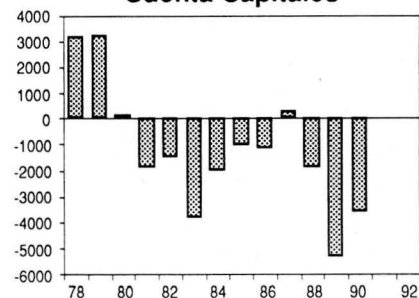
Cambio en reservas



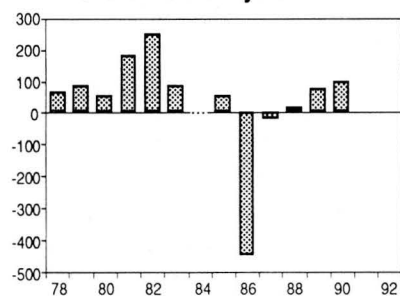
VENEZUELA Cuenta Corriente



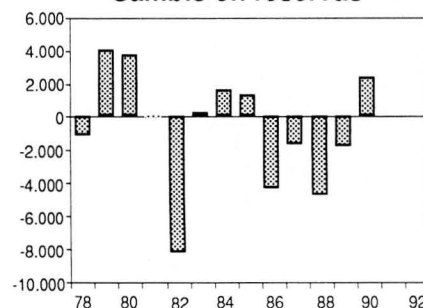
Cuenta Capitales



Inversión extranjera directa



Cambio en reservas



que es más errática), con excepción de los años de mayores caídas en los precios del petróleo (1982 y 1988).

Por su parte, las diferencias en el comportamiento de los movimientos de capitales son significativas. Por ejemplo, en Colombia la cuenta de capitales fue superavitaria durante la década pasada, al contrario de lo que ocurrió en los demás países bajo análisis, que generaron pérdidas continuas de reservas internacionales hasta 1988-1989. En contraste, Colombia ha acumulado reservas continuamente desde 1985. En los últimos dos años, el ingreso neto de capitales ha sido particularmente fuerte en Chile y México, los dos países con mayor acumulación de reservas.

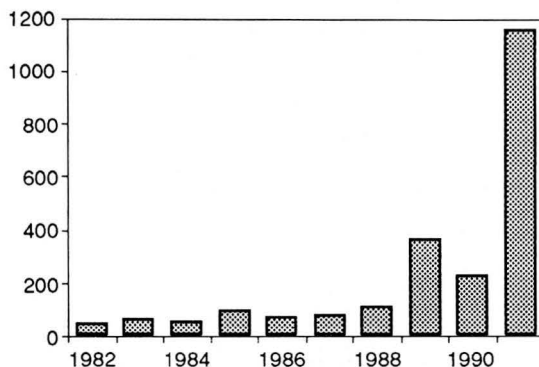
Como se ve, es posible argumentar, al contrario de lo que se dijo al comienzo de esta sección, que las grandes tendencias en el comportamiento de las reservas internacionales son poco atribuibles a la presencia de choques externos comunes y sincronizados en los países bajo análisis. Por el contrario, podrían verse como resultado de diversas fuerzas que afectan los componentes de la balanza de pagos y cuyo resultado final ha sido, coincidentalmente, similar.

Ha habido, sin embargo, otros factores en común más allá de la acumulación de reservas y la revaluación de la moneda. En particular, como se puede observar en el Gráfico 4, los **flujos** de inversión extranjera registran un cierto dinamismo, después de haber estado estancados en América Latina durante buena parte de la década del ochenta. Así mismo, los mercados bursátiles atraviesan por un período de tasas de rentabilidad sin precedentes en la historia económica reciente de latinoamérica (ver Gráfico 5).

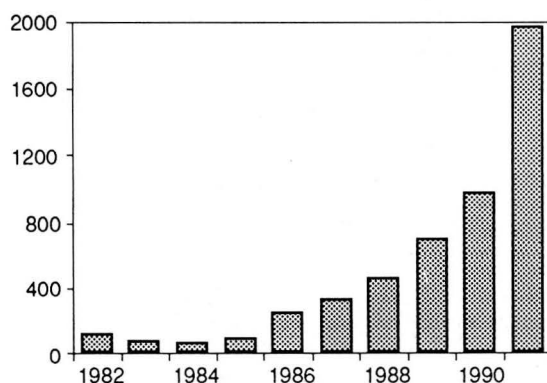
Con relación a la Inversión Extranjera Directa (IED), Colombia es un país relativamente atípico en el contexto regional ya que registró niveles altos durante la década pasada (superiores a US\$ 1,000 millones anuales en 1985). El comportamiento de

Gráfico 5. MERCADO DE VALORES
Índice rentabilidad total (1985=100)

Argentina



Chile



Colombia

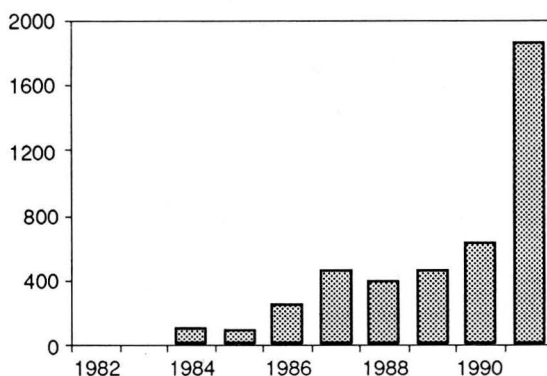
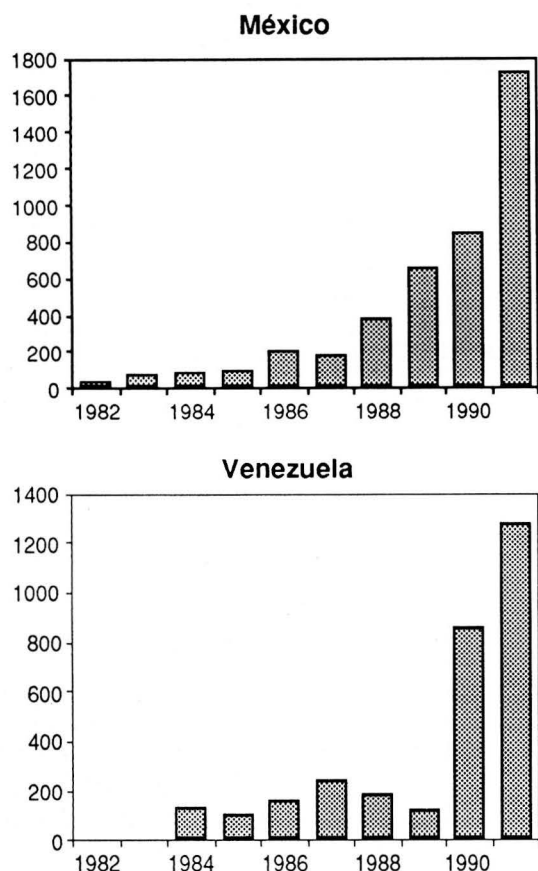


Gráfico 5. MERCADO DE VALORES
Índice rentabilidad total (1985=100)



la IED en este país es atribuible, sin embargo, al desempeño de la actividad carbonífera y al éxito de la exploración de hidrocarburos. En particular, las inversiones en los pozos petroleros de Cravo Norte y Caño Limón, así como el programa de inversiones en la mina carbonífera del Cerrejón explican estos resultados. En el último año, el descubrimiento de nuevos yacimientos en el campo de petrolero de Cusiana ha reactivado la inversión extranjera en el país.

En el caso chileno, los niveles de inversión extranjera a pesar de ser positivos se han mantenido relativamente bajos, aunque a partir de 1988 han tenido un crecimiento repentino. En Venezuela,

después de una abrupta caída en 1986 debido a una gran fuga de capitales ante la incertidumbre generada por la caída de los precios del petróleo, los niveles de inversión extranjera han ido recuperándose progresivamente, en especial en 1991 ante la venta de grandes empresas como la aerolínea Viasa y la Empresa de Teléfonos de Caracas.

En Argentina y México se mantuvieron niveles relativamente altos hasta 1983, fecha a partir de la cual la IED cayó drásticamente. En el caso mexicano, con la crisis de la Bolsa de Valores a finales de 1987, la inversión extranjera se vio seriamente reducida, al punto de alcanzar niveles negativos cercanos a los US\$ 600 millones trimestrales. A partir de 1988 la inversión extranjera se empezó a recuperar en México y a finales de 1990 en Argentina, debido principalmente, en el caso mexicano, a las privatizaciones de la Compañía Mexicana de Aviación en agosto de 1989 y la empresa de teléfonos de México (TELMEX) en diciembre de 1990 y, en el caso argentino, a las privatizaciones de la Empresa Nacional de Telecomunicaciones (ENTEL) y Aerolíneas Argentinas.

En los últimos dos años el monto total de IED supera los US\$3.000 millones anuales tanto en México como en Argentina.

En segundo lugar y sin excepción alguna, los flujos de capitales hacia América Latina se han visto acompañados de un boom sin precedentes en los mercados de valores nacionales. De acuerdo a las estadísticas de la International Finance Corporation, de los 10 mercados de valores de mejor desempeño en el mundo en 1991 seis de ellos son latinoamericanos. Argentina fue el mercado de mejor desempeño en el mundo en 1991 con un aumento en su índice de rentabilidad total en dólares de 396.6%. En el segundo lugar se ubicó Colombia con aumento del 191.5%, seguido por Brasil, que ocupó el tercer lugar con un aumento del 173.0%. Por su parte, las bolsas de México, Chile y Venezuela obtuvieron rentabilidades de 107.3%, 99.2% y 48.4%, respectivamente.

Como se puede observar en la Gráfica 5, los índices de rentabilidad total en dólares durante la década del noventa no guardan ninguna proporción con los niveles observados a inicios de la década del ochenta. El nivel de rentabilidad en dólares del mercado argentino en 1991 fue 25 veces superior al observado en 1982. El dato para los demás países es también impresionante: Chile 15.3 veces (1991 vs 1982), Colombia 16.5 veces (1991 vs 1984), México 46.7 veces (1991 vs 1982) y Venezuela 9.3 veces (1991 vs 1984). Sin embargo, hay que resaltar que el aumento en rentabilidad de los mercados latinoamericanos no ha sido un fenómeno exclusivo de inicios de los noventa. A pesar de que los índices de 1990 y 1991 implican un notorio auge, desde 1986 (salvo Argentina en 1990 y Venezuela en 1988 y 1989) se ha observado un proceso continuo de crecimiento de las utilidades en inversiones bursátiles. Además, si se extiende el análisis al período 1978-1982, se encuentra una gran similitud con el comportamiento de los mercados de valores en la actualidad. En efecto, ambos períodos se caracterizan por un gran aumento en la capitalización⁸ y los precios en dólares de los mercados de valores latinoamericanos. En 1979 los índices de precios en dólares del mercado argentino aumentaron un 234%, en Chile un 116% y en México un 63%.⁹ Esto es interesante ya que sugiere que los mercados bursátiles en la región son propensos a experimentar burbujas especulativas, que bajo condiciones de gran errática, tienden a revertirse abruptamente.

⁸ De acuerdo a la metodología del IFC, el indicador de capitalización del mercado de valores es la suma del valor comercial en dólares de todas las acciones incluidas en el indicador, donde el valor comercial de cada acción es igual al último precio de transacción de esa acción multiplicado por el número de acciones emitidas y suscritas. Entre 1990 y 1991 la capitalización en dólares del mercado argentino aumentó en 466%, en Chile 105%, en Colombia 185%, en México 200% y en Venezuela 34%.

⁹ Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1992), *Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors*, p. 16, FMI Mimeo, versión preliminar, junio.

La siguiente sección describe con algún detalle la coyuntura económica en Argentina, Chile, Colombia, México y Venezuela, con el propósito de ilustrar las diferencias en el entorno institucional y en las políticas económicas bajo las cuales se han dado estas confluencias en los agregados económicos. La última parte del trabajo retoma la discusión acerca de los determinantes de los movimientos de capitales. En ella, se evalúa la importancia de los factores internos (o específicos) mediante un análisis de la importancia del diferencial de rentabilidades como determinante de dichos flujos. Como se verá, la evidencia no parece indicar que la política interna (captada en un sentido estrecho a través del diferencial) tenga mayor incidencia sobre los movimientos de capitales.

III. COYUNTURA ECONOMICA EN CINCO PAISES LATINOAMERICANOS

A. Argentina

La historia económica reciente de la Argentina se caracteriza por la presencia de múltiples programas de estabilización cuyo objetivo primordial ha sido el control de los procesos hiperinflacionarios. El primero de ellos, el Plan Austral, se introdujo en abril de 1985 mediante una fuerte devaluación nominal (152%) no anunciada, con el propósito de lograr un tipo de cambio alto que resistiera el congelamiento de precios. Pese a que inicialmente se logró obtener una devaluación real del 12%, la inflación durante los primeros 9 meses del plan fue superior a la planeada, lo que generó una revaluación real del tipo de cambio del 17%.

Posteriormente, con el abandono del congelamiento de la tasa nominal se logró detener la revaluación real durante 1986 y 1987, y a finales de ese año y durante 1988, el índice de tasa de cambio recuperó el nivel de 1985. Sin embargo, con la aceleración de la inflación a finales de 1988 el tipo de cambio real sufrió una nueva revaluación

que llevó el índice a un nivel inferior en casi 50% al de 1985.

La adopción del Plan Primavera, a inicios de 1989, implicó una devaluación real sin precedentes en la historia reciente de la Argentina, aunque la hiperinflación que se desató erosionó rápidamente este resultado. Igual cosa ocurrió con el Plan BB (Bunge y Born) en julio de 1989, que entre diciembre de 1989 y marzo de 1990 generó una segunda hiperinflación. Con la adopción del Plan de Convertibilidad en abril de 1991 se instauró un sistema de tasa de cambio fija que las autoridades han logrado sostener pese a la falta de convergencia entre la inflación interna y la internacional. A partir de entonces y hasta la fecha, a excepción de los primeros meses de 1991, la moneda ha experimentado una continua revaluación real que ha alejado considerablemente el índice de la tasa de cambio real de los niveles observados a inicios de 1985. Por supuesto, esto ha sido posible debido a los ingresos observados en la cuenta de capitales.

Durante los dos últimos años, las expectativas sobre el desempeño de la economía argentina han estado centradas en el funcionamiento del Plan de Convertibilidad, que además del establecimiento de la libre convertibilidad del peso a una tasa de cambio fija, introdujo el pleno respaldo de la base monetaria con la reservas internacionales del Banco Central (impidiendo el financiamiento inflacionario del déficit) y la prohibición de indexar los contratos públicos y privados. De esta manera se estableció un sistema en el que el crédito doméstico del banco central es nulo por definición.

Los resultados del plan hasta el momento han sido bastante alentadores. La inflación mensual (anualizada) que se situaba en 287% en marzo de 1991 se redujo a 30% en marzo de 1992. El nivel de actividad económica también ha experimentado una recuperación. En efecto, el PIB creció en un 5% durante 1991 (y se espera una tasa mayor

para este año), mientras que la tasa de desempleo disminuyó 1.5 puntos porcentuales en 1991, situándose en un 6%.

Dos hechos adicionales han aumentado la credibilidad del Plan de Convertibilidad. Por un lado, el ingreso de Argentina al Plan Brady ha representado un alivio significativo al problema de la deuda externa mediante la refinanciación del principal (con una reducción del 30%) y la eliminación de todos los pagos atrasados. Por otro lado, el aumento de la recaudación tributaria durante 1992 y los ingresos por privatizaciones han permitido un rápido ajuste en el presupuesto del gobierno, al punto de generar en este año un superávit primario del sector público superior a un 2% del PIB.

En el frente externo, la situación global ha sido bastante positiva debido al Plan Brady, al Acuerdo de Facilidades Extendidas y a los cuantiosos ingresos por repatriación de capitales y otros capitales extranjeros. Entretanto, los acuerdos con los organismos multilaterales han implicado una reducción del riesgo-país entre los acreedores externos. Adicionalmente, la mayor credibilidad con que cuenta la política económica ha permitido una constante remonetización (acompañada de una dolarización abierta) de la economía después de una década de hiperinflaciones. Los depósitos en dólares del sistema financiero y los volúmenes transados en el mercado de capitales han aumentado en más de diez veces entre 1989 y 1992. Con ello, la entrada neta de capitales en los próximos tres años se ha estimado que podrá ser entre US\$ 3,100 y 3,900 millones por año.

Sin embargo, a pesar de la situación de holgura externa y del relativo éxito en el manejo de la inflación, el déficit comercial ha aumentado considerablemente debido, en parte, a la fuerte revaluación de la moneda. Por consiguiente, la competitividad externa de las exportaciones se ha visto afectada pese a los intentos de reducción de costos a través de la desregulación de mercados

y el aumento de productividad. Además, las importaciones han aumentado considerablemente, particularmente las de bienes de consumo duradero.

A juicio de algunos analistas, la actual política económica sólo es sostenible en el frente externo sobre la base de una entrada permanente de capitales del exterior¹⁰. Este escenario es incierto, máxime cuando el proceso de privatizaciones que ha atraído sumas importantes de inversión extranjera se acerca a su culminación. Adicionalmente, las expectativas no son tan alentadoras cuando se considera que las metas fiscales acordadas con el FMI implican la necesidad de generar un superávit fiscal durante los próximos tres años a fin de pagar todos los intereses y amortizaciones de la deuda externa total.

En resumen, los flujos de capitales (especialmente capitales repatriados), los altos niveles de recaudación tributaria, los ingresos por privatizaciones y la firma de los acuerdos de refinanciación de la deuda externa han permitido a la autoridades económicas argentinas un fácil manejo de la coyuntura, a pesar de la revaluación de la tasa de cambio real, el aumento de las importaciones (especialmente de consumo) y la erosión de la balanza comercial. Sin embargo, la gran dependencia de la repatriación de capitales y de los ingresos por privatizaciones hacen menos claro el futuro de la economía argentina.

B. Chile

Durante los últimos meses la coyuntura macroeconómica chilena se ha caracterizado por un fuerte proceso de crecimiento de la actividad productiva y una reducción gradual en las tasas de inflación y de desempleo. La tasa de crecimiento promedio anual durante 1991 fue de 6% y los

principales indicadores para el primer trimestre de 1992 muestran que la producción sigue aumentando a un fuerte ritmo (11.2% para la producción industrial). Para 1992 se espera que como un todo la tasa de crecimiento promedio se sitúe entre 6.5 Y 7%. Resulta interesante que en los últimos meses las autoridades han adoptado una serie de medidas tendientes a reducir la demanda agregada con el fin de evitar el "sobrecalentamiento" de la economía¹¹.

En relación a la tasa de desempleo, su descenso en los últimos meses ha sido significativo. En febrero pasado se ubicó en 4.8%, la cifra más baja de las últimas décadas, lo cual ha generado un mayor grado de estrechez en el mercado laboral. Asimismo, en relación a la tasa de inflación se observa una tendencia descendente durante los primeros meses de 1992. La inflación mensual anualizada ha ido disminuyendo constantemente de 19.5% en enero a 17.3% en abril, lo cual ha hecho creíble la meta de inflación del 15% fijada por el gobierno.

En el frente externo, al igual que en los otros países, la acumulación de reservas internacionales (que en abril pasado llegaron a US\$ 7,056.4 millones de dólares) y la estabilidad del tipo de cambio han sido el centro de atención en el debate económico. Con todo, el principal problema de la coyuntura económica chilena es conciliar los objetivos de estabilidad del tipo de cambio, con la profundización del desarrollo exportador y el control de la inflación.

La fórmula adoptada para hacer frente a este problema ha estado enmarcada en los principios de la gradualidad y la mezcla de políticas (fiscales, monetarias y cambiarias). Es así como se han rebajado los aranceles, se ha impuesto un encaje a los

¹⁰ Frenkel, R. et al. (1992), "Argentina, Coyuntura Macroeconómica", en *Situación Latinoamericana*, CEDEAL, junio.

¹¹ Recientemente, el Banco Central subió la tasa de interés de sus pagarés reajustables a 90 días en medio punto y el Ministerio de Hacienda se comprometió a reducir el gasto público.

créditos externos de corto plazo, se ha aumentado la tasa de interés interna (para reducir el gasto privado), se ha aumentado el ahorro público, se ha ampliado la banda de flotación de la tasa de cambio al 10%, se ha reducido el descuento por inflación externa para el cálculo del dólar de referencia y se han introducido reformas en cuanto al manejo de fuentes y usos de los recursos externos. Dentro de estas políticas la de mayor importancia ha sido, sin lugar a dudas, la introducción de un sistema cambiario de flotación sucia que permite mantener un nivel “deseado” de la tasa de cambio sin impedir fluctuaciones en la cotización de la canasta de monedas, que desestiman el arbitraje de intereses en el corto plazo. Bajo este sistema, el Banco Central mediante mini-devaluaciones diarias fija la tasa central alrededor de la cual se establece una banda de $\pm 10\%$ dentro de la cual fluctúa la cotización en el mercado. El Banco Central no tiene limitada su intervención en el mercado cambiario a cuando el tipo de cambio se encuentre en alguno de los extremos de la banda, sino que puede hacerlo al interior de la misma. En el frente monetario, la política del gobierno se ha centrado en el control de la tasa de interés, a través de la fijación de una tasa objetivo y permitiendo una mayor inestabilidad de los agregados monetarios.

Al igual que en los otros países bajo análisis, la tasa de cambio real en Chile ha experimentado una fuerte revaluación durante los últimos meses. Este resultado es similar al del período 1979-1982 cuando la fijación de esta tasa ocasionó una continua revaluación del tipo de cambio real, pero contrastan con la tendencia iniciada a partir de 1982 cuando se adoptó un nuevo régimen cambiario¹². Después de dos devaluaciones masivas en 1985, el tipo de cambio real encontró su mayor nivel histórico y las autoridades decidieron

seguir una política de ajustes diarios en la tasa de cambio “central”, con el propósito de corregir el diferencial entre la inflación interna y externa. Sin embargo, la lentitud de las minidevaluaciones y la falta de convergencia en los procesos inflacionarios generó una revaluación continua a partir de 1986. En 1988, la adopción de las medidas de liberalización de importaciones y el aumento de las presiones inflacionarias generaron gran inestabilidad en el tipo de cambio, que durante algunos meses sufrió importantes devaluaciones (aunque nunca superó el nivel alcanzado a finales de 1985). A partir de 1989, y especialmente de 1990, la tasa de cambio entró en un proceso continuo de revaluación asociado, desde luego, a la fuerte acumulación de reservas internacionales (atribuible, como vimos, al estancamiento en el nivel de importaciones, a la entrada de capitales de corto plazo, al aumento en el precio del cobre y el auge de la inversión extranjera). La revaluación de la tasa de cambio real ha sido una de las principales preocupaciones de las autoridades económicas chilenas, dado el énfasis exportador del modelo de desarrollo de ese país¹³. Sin embargo, parte de la revaluación real con respecto al dólar ha sido contrarrestada por la devaluación de esta moneda frente a otros mercados, con lo que la tasa de cambio multilateral ha logrado mantener niveles reales superiores a los de 1985.

Por último, hay que anotar que la polémica desatada por la revaluación de la tasa de cambio ha puesto de presente dos puntos adicionales. En primer lugar, a pesar de la revaluación real del tipo de cambio, muchos sectores exportadores todavía se ven favorecidos por un tipo de cambio superior al existente a mediados de la década del ochenta. En segundo lugar, la continuidad de la estrategia de desarrollo basada en las exportaciones ha hecho necesario enfatizar la importancia de la in-

¹² En septiembre de 1982, se estableció una política cambiaria que permitió que la tasa de cambio se determinara en el mercado bancario, aunque ésta no podía fluctuar por fuera de un rango de 2% alrededor de la tasa de cambio establecida por el Banco Central.

¹³ Las exportaciones chilenas entre 1980 y 1992 aumentaron constantemente su participación en el PIB (llegando a más del 30%) en virtud de un crecimiento anual promedio superior al 10% (la tasa de crecimiento para las exportaciones no-cupríferas de origen industrial es incluso mayor).

versión en este sector, a fin de lograr aumentos en la competitividad internacional por la vía de la productividad. La inversión extranjera, concentrada en el sector de comercializables, ha sido particularmente importante para el logro de este objetivo.

C. Colombia

Desde 1991 la coyuntura macroeconómica colombiana ha estado caracterizada por la acumulación de reservas internacionales, el estancamiento de las importaciones en 1991, las recurrentes expectativas de revaluación de la tasa de cambio y la parálisis de la inversión privada en 1991. La actividad productiva creció un 2.3% en 1991 y para 1992 se espera un crecimiento de 2-2.5%, en un contexto de recuperación de las importaciones, especialmente las de bienes de consumo y de capital (ver el análisis coyuntural en este número). El bajo crecimiento de la economía, en un contexto de abundancia de divisas, se explica en parte por los efectos del grave problema de racionamiento de energía eléctrica, así como los problemas en la oferta de bienes agrícolas. Paralelamente, la tasa de desempleo ha aumentado de 10.7% en junio de 1991 a 11.2% en junio de 1992 para las siete principales ciudades.

La acumulación de reservas se ha convertido en el principal problema de estabilización macroeconómica en Colombia, planteando serios problemas para conciliar los objetivos de crecimiento de las exportaciones, estabilidad del tipo de cambio y control de la inflación. Desde finales de 1990, la tasa de cambio real se ha revaluado en un 14%, lo cual ha reducido el dinamismo que traían las exportaciones menores (no cafeteras ni mineras) desde la mitad de la década del ochenta (y especialmente en 1991).

El control de la inflación también ha presentado dificultades. La meta de inflación anunciada por el gobierno para 1991, y luego para 1992, del 22% no pudo ser cumplida y seguramente no se cumplirá

en 1992. Sin embargo, la tendencia de la inflación ha sido decreciente y es de esperar que en el futuro se logren reducir las presiones inflacionarias a niveles cercanos al objetivo del gobierno. Tal es el caso de los bienes manufacturados que muestran ritmos de crecimiento en los precios muy inferiores a los que se experimentaron en el pasado.

A diferencia de lo ocurrido en Argentina, Chile y México, la acumulación de reservas en Colombia durante 1991 se originó en un superávit de la cuenta corriente de US\$2,473 millones (267.3% superior al de 1990), aunque como se mencionó anteriormente, dicho comportamiento está influenciado por la presencia de transacciones ilegales que se filtran a través de las operaciones corrientes. Sin embargo, durante los primeros meses de 1992 la acumulación de reservas es atribuible, en buena parte, a la cuenta de capitales, la cual pasó a ser superavitaria. En cualquier caso, el superávit de la cuenta corriente se ha visto seriamente reducido en los últimos meses, en parte por la caída en los precios del café, la pérdida de dinamismo de las exportaciones menores colombianas y por el aumento de las importaciones.

En la actualidad, la fórmula adoptada para controlar los ingresos de capitales se centra en la reducción de las altas tasa de interés internas y, en menor medida, en ciertos controles cuantitativos, como la retención del 10% sobre el ingreso de divisas y los topes máximos a la venta de divisas por parte de turistas extranjeros. Sin embargo, pese a que el diferencial se ha reducido considerablemente, la balanza cambiaria continúa registrando un fuerte ingreso de capitales.

Los mecanismos de regulación cambiaria han sufrido modificaciones de importancia, particularmente desde finales de 1990 cuando se redujo el grado de intervención por parte del Banco Central. En la actualidad, la autoridad fija una tasa que se devalúa diariamente a un ritmo equivalente al 15% anual y que sirve para redimir los certificados de cambio, cuyo plazo de maduración es de 360

días. Estos papeles se pueden negociar en el mercado con un descuento que oscila entre 5.5% y 12.5%, que en la práctica corresponde a la distancia entre la tasa que fijan las autoridades (que es de "referencia") y la aquella representativa del mercado (libre). Es decir, la cotización del dólar se sitúa en una franja de 7% por debajo del nivel deseado por las autoridades (que es el correspondiente a un descuento del 5.5%). Las fluctuaciones en la cotización del mercado han sido impresionantes, ya que el descuento ha pasado de un extremo a otro en cuestión de días, lo cual genera gran incertidumbre entre los exportadores, así como entre los posibles inversionistas de corto plazo. Por último, el ritmo de devaluación en la tasa oficial (15%) ha sido inferior al diferencial inflacionario (22%) entre Colombia y sus principales socios comerciales (26%-4%), con lo cual se espera una revaluación real del 7% durante el presente año. El temor a acelerar el ritmo de devaluación es generar mayor expansión monetaria, que se podría traducir en una aceleración de la inflación. Este temor parece infundado ya que en la actualidad los medios de pago crecen a tasas históricamente elevadas (40% anual), sin que se observen mayores presiones inflacionarias.

D. México

Al igual que en los otros países, la acumulación de reservas internacionales en México ha sido considerable (su nivel es de US\$ 22,000 millones en la actualidad). En 1991 la cuenta de capital arrojó un superávit de US\$ 20,200 millones de dólares (147.2% superior al observado en 1990) que compensó ampliamente el déficit de US\$ 13,000 millones en la cuenta corriente. Entre los rubros de la cuenta de capitales, la inversión extranjera ha sido el de mayor importancia. En efecto, este tipo de inversión (especialmente la canalizado a través de la bolsa de valores) ascendió a US\$ 12,300 millones en 1991. Adicionalmente, el endeudamiento neto (casi que exclusivamente privado) contribuyó de manera importante con una entrada neta de US\$ 9,300 millones en el mismo año.

El creciente déficit en la cuenta corriente es atribuible fundamentalmente al comportamiento de las importaciones del sector privado (y durante 1992 a las del sector público), las cuales han aumentado considerablemente en los últimos años. Otro factor que indiscutiblemente ha contribuido al déficit comercial es la caída en el precio de las exportaciones de petróleo. Resulta interesante que en México las exportaciones no petroleras han mantenido un cierto dinamismo (su crecimiento en el último año es de 14.9%) pese a que desde comienzos de 1987 la moneda se ha revaluado continuamente en términos reales.

El manejo cambiario mexicano entre diciembre de 1982 y noviembre de 1991 se caracterizó por la existencia de un mercado dual (controlado y libre). En el mercado controlado el Banco de México fijaba diariamente la tasa de cambio para casi todas las operaciones de exportaciones e importaciones, los pagos programados de obligaciones de servicio de deuda y algunas otras transacciones, que en total cubrían alrededor del 70% del total. El mercado libre regía para las demás operaciones de cambio externo y no existía control de cambios que limitara la posesión y transferencia de divisas. Sin embargo, a partir del 11 de noviembre de 1991 fueron abolidas las medidas de control de cambios y demás requisitos impuestos para el cambio de divisas. En la práctica, esto significa que en la actualidad el mercado cambiario es libre, aunque el Banco de México mantiene cierto grado de intervención (existe una franja de $\pm 3\%$ alrededor de la cual las autoridades procuran mantener la cotización del peso).

El índice de la tasa de cambio real ha reflejado una revaluación continua del peso a partir de marzo de 1988. La utilización de la política cambiaria como ancla nominal para controlar la inflación explica este fenómeno. Más adelante, especialmente a partir de enero de 1989, la revaluación real se intensificó cuando la cotización frente al dólar se redujo a un ritmo inicial de \$1 peso por día (en mayo se redujo a \$0.8 pesos diarios y en noviem-

bre a \$0.4 pesos). En noviembre de 1991, la eliminación del sistema dual y la implantación de un sistema de cambio libre aceleró el deterioro del tipo de cambio real, ante el exceso de divisas en el mercado cambiario. La revaluación reciente contrasta con el ritmo de devaluación observado en 1986 y 1987 que llevó el índice de la tasa de cambio real a su mayor nivel histórico. En parte, la devaluación de la moneda durante ese período se explica por los efectos de la crisis de la bolsa de valores en octubre de 1987, cuando el mercado cambiario se desestabilizó y la falta de confianza en la economía se tradujo en una fuerte demanda por dólares. Para proteger las reservas internacionales el gobierno aceleró la tasa de devaluación.

En el campo fiscal, al igual que el caso argentino, los ingresos provenientes de las privatizaciones (especialmente de bancos), sumados a la disminución acelerada de los intereses de deuda pública interna, han permitido la generación de un superávit fiscal considerable. En materia monetaria, la cuantiosa entrada de capitales extranjeros ha causado un rápido aumento de los agregados monetarios (M1 aumentó 121.7% en marzo de 1992) y una baja en la tasa de interés interna que ha desacelerado el crecimiento del ahorro financiero. Sin embargo, el diferencial de interés interno y externo continúa siendo alto, de manera que se mantienen los incentivos para el ingreso de capitales externos.

De otra parte, los estimativos de crecimiento para 1992 muestran una continua desaceleración de la actividad económica, a pesar de la relativa abundancia de recursos externos. Sin embargo, si el sector agrícola logra un desempeño positivo, el crecimiento del PIB podría superar el 3% en 1992. Por último, el manejo de la inflación ha sido exitoso en los últimos años, en parte debido a la concertación tripartita materializada en el Pacto Social de 1987, aunque se presentan problemas para cumplir la meta del 9.7% fijada por el gobierno para 1992. La inflación durante el primer cuatrimestre de 1992 ha sido la menor observada

en los últimos 16 años (5%).

E. Venezuela

El comportamiento de la economía venezolana durante la última década ha estado marcado por las grandes fluctuaciones en sus cuentas externas, que a su vez se han reflejado directamente sobre la evolución del sistema cambiario (probablemente el más heterodoxo de los aquí estudiados). A raíz de la crisis externa de 1983, se introdujo en Venezuela un sistema de cambio múltiple que originalmente comprendía dos tasas de cambio fijas (4.30 y 6.00 bolívares por dólar) y un tipo de cambio libre que apenas cubría un 6% de todas las transacciones¹⁴.

La evolución de la tasa de cambio real venezolana ha estado determinada por las reformas a su sistema cambiario, que han demarcado claramente tres períodos entre 1985 y 1992. En un primer período entre 1985 y diciembre de 1986, la economía venezolana experimentó un proceso de constante devaluación real de la tasa de cambio, debido al aumento de la participación de la tasa de cambio de 7.50 bolívares por dólar en las transacciones cambiarias y, en consecuencia, una menor cobertura de las tasas de 4.30 y 6.00. Un segundo período, se inició en diciembre de 1986

¹⁴ En 1984 se adoptó un nuevo tipo de cambio de 7.50 bolívares por dólar que entró a cobijar más de la mitad de las transacciones (53%). Para 1985, esta última tasa abarcaba el 80% de las transacciones y ya para 1986 representaba el 94% de éstas, debido a la eliminación de las tasas de 4.30 y 6.00. La tasa de cambio de mercado se mantuvo aunque con una pequeña cobertura (6%). En diciembre de 1986 el sistema se modificó al establecerse una nueva tasa de 14.50 que entró a cubrir la mayor parte de las transacciones (62%), la tasa de 7.50 pasó a cubrir el 30% y la tasa de mercado el 8% restante. Gradualmente, en un proceso que culminó en diciembre de 1988, la tasa de 14.50 fue abarcando un mayor número de transacciones, al punto de llegar a ser la relevante para el 92% de las operaciones de cambio (la tasa libre siendo la relevante para las transacciones residuales). En 1989, a raíz de la crítica situación del sector externo, reflejada en unas cuentas corrientes y de capital fuertemente deficitarias, fue necesario unificar el mercado cambiario y corregir la revaluación real de la moneda de los años anteriores.

con la adopción de una nueva tasa de 14.50 que implicó una devaluación real del 50%. Sin embargo, la aceleración de la inflación y el mantenimiento de una tasa fija indujo una continua revaluación real, especialmente durante 1988. Finalmente, la unificación del sistema cambiario en 1989 implicó una devaluación real del 40%. Esta medida, adoptada dentro del Programa de Ajuste decretado por el nuevo gobierno, eliminó la tasa de 14.50 y se estableció una única tasa de cambio determinada por el mercado, y en el cual se registra algún grado de intervención por parte del Banco Central, a través de la compra y venta de divisas y la emisión de Bonos Cupón Cero. Sin embargo, esto no ha sido suficiente para evitar un nuevo proceso de revaluación del tipo de cambio, aunque este se ha mantenido en niveles superiores al observado en 1986.

Con relación a los acontecimientos recientes, Venezuela es un caso relativamente atípico en el contexto de los demás países estudiados, ya que la acumulación de reservas internacionales es atribuible exclusivamente al superávit en la cuenta corriente (explicado por el auge de las exportaciones petroleras). Por su parte, la cuenta de capitales, que fue fuertemente deficitaria durante toda la década de los ochenta (a excepción de 1980 y 1987), ha continuado mostrando saldos negativos durante los últimos años.

Adicionalmente, dos hechos fundamentales han marcado la evolución de la economía venezolana durante el presente año, creando un ambiente diferente al de los demás países. En particular, la caída de los precios petroleros y la incertidumbre política generada por el intento de golpe en febrero, han erosionado el clima de optimismo existente al inicio del año, fundamentado en la favorable evolución de la economía durante 1991. Es así que el crecimiento de 5-7% que inicialmente se había proyectado se redujo a 1.5-3%. Más aún, la inflación no podrá reducirse por debajo del 30%, estimándose en un 32% para 1992.

De otra parte, la reducción de los ingresos petroleros y las concesiones en materia de precios y salarios han generado un importante déficit en las finanzas públicas. En cuanto al sector externo, la reducción de los ingresos petroleros, la mayor demanda especulativa de divisas a partir de febrero de 1992, la pérdida de dinamismo de las exportaciones no petroleras y el aumento de las importaciones, explican la desacumulación de reservas internacionales (US\$ 917 millones) ocurrida durante los últimos meses. Afortunadamente, el stock de reservas es alto (equivalentes a cerca de 10 meses de importación) y ha permitido la subordinación de las mismas a la lucha contra la inflación y el control de las expectativas de devaluación, mediante una activa intervención del Banco Central que ha impedido una mayor devaluación del bolívar.

En la lucha contra la inflación el gobierno ha mantenido una política monetaria restrictiva que ha implicado la imposición de encajes legales a la banca comercial (25%), que probablemente serán extendidos a otras instituciones financieras, lo cual ha redundado en unas altas tasas de interés¹⁵.

En resumen, el desenvolvimiento de la economía venezolana se ha visto seriamente afectado por los acontecimientos políticos recientes y por la evolución de los precios externos del petróleo, los cuales han generado expectativas poco alentadoras para los próximos dos años. Sin embargo, el descontento social ha obligado al gobierno a dar concesiones que incrementan el tamaño del déficit fiscal, lo cual hace más difícil el cumplimiento del objetivo señalado.

IV. EJERCICIOS ECONOMETRICOS

Como se mencionó en la introducción, existe cierta discrepancia en la opinión de algunos analistas

¹⁵ A partir de 1989 se decretó la liberación de las tasas de interés, pero a excepción de los últimos meses de 1991, se han mantenido desde entonces en niveles altos.

acerca del origen de la acumulación reciente de reservas internacionales, así como del “boom” de la inversión extranjera y del mercado bursátil. Una forma parcial y preliminar de aproximarse cuantitativamente a este interrogante consiste en explorar la dirección de causalidad entre acumulación de reservas y diferencial de rentabilidades. Presumiblemente, si los flujos de capitales son netamente exógenos puede ocurrir que el diferencial sea alto debido a que, en virtud de la acumulación de reservas, la devaluación es mínima o incluso existen expectativas de revaluación. Si los flujos de capital son la respuesta a un mercado financiero más integrado y eficiente, ocurre lo contrario (i.e. la dirección de causalidad va de diferencial a flujos) y la política monetaria se convierte en **causa** del fenómeno. De otra parte, se ha mencionado repetidamente la dificultad de conciliar el proceso de apertura y liberalización comercial con el de desregulación a los movimientos de capitales, ya que la revaluación entorpece la labor de diversificación de la base exportadora y dificulta las actividades de las empresas que compiten con importaciones. Sin em-

bargo, para sustentar esta afirmación es preciso contar con estimaciones econométricas que establezcan el vínculo entre la tasa de cambio real y el nivel de reservas internacionales.

En esta sección se exploran rigurosamente estas relaciones para diez países latinoamericanos, a partir del análisis de series de tiempo mensuales (1978-1992) para cada una de estas variables. En particular, se trata de responder a las siguientes preguntas: (a) ¿Que tan correlacionadas están las variables en cuestión?; (b) ¿Son los diferenciales de rentabilidades un determinante importante de los flujos de capitales?; (c) ¿Existe evidencia que apoye la hipótesis según la cual a partir de 1988 se produjo un cambio en el régimen bajo el cual se da esta relación?; y (d) ¿Que tipo de relación de largo plazo existe entre la tasa de cambio real y el nivel de reservas?.

El Cuadro 1 muestra los coeficientes de correlación parcial entre las variables bajo análisis (a la derecha aparece el número de observaciones). La primera columna corresponde a la correlación entre el

Cuadro 1. COEFICIENTES DE CORRELACION ENTRE:

	(RES,REER)		(DRES,DREER)		(RES,DIF)		(DRES,DIF)		(RES,DIF*)		(DRES,DIF*)	
		N		N		N		N		N		N
ARG	-0,745	174	-0,090	174	-0,595	174	-0,050	174	0,044	174	0,026	174
BOL	-0,158	150	0,035	150	0,315	150	-0,014	150	-0,339	142	0,064	142
BRA	0,039	141	0,247	141	0,061	141	0,176	141	0,013	117	-0,006	117
CHI	-0,135	131	-0,098	131	-0,305	131	0,125	131	0,371	137	0,150	137
COL	0,243	171	-0,001	171	0,714	171	0,125	171	0,710	171	0,058	171
ECU	-0,190	72	0,103	72	0,154	72	-0,059	72	0,294	72	0,047	72
MEX	0,303	110	0,033	110	0,403	110	0,098	110	0,352	110	-0,036	110
PER	-0,160	168	-0,040	168	-0,008	168	0,147	168	-0,268	168	0,133	168
URU	0,196	43	0,096	43	0,064	43	0,118	43	0,486	35	-0,084	35
VEN	-0,340	169	-0,004	169	0,066	169	0,218	169	0,446	169	-0,086	169

RES = Reservas Internacionales menos Oro

DRES = Cambio en Reservas Internacionales menos Oro

REER = Índice de la Tasa de Cambio Real Efectiva

REER = Cambio en el Índice de la Tasa de Cambio Real Efectiva

DIF = Diferencial de Rentabilidades (con devaluación mensual anualizada)

DIF* = Diferencial de Rentabilidades (con devaluación año acumulado)

N = Número de observaciones (meses)

saldo de reservas menos oro y la tasa de cambio real efectiva. Es interesante observar que dicha correlación es negativa en 6 países, aunque en 4 de ellos es pequeña en términos absolutos. Sólo en Argentina alcanza un valor considerable (-0.75). En cuatro países parece ocurrir lo contrario: altas reservas están correlacionadas con mayores índices en la tasa de cambio real (un aumento del índice denota una devaluación real). La siguiente columna presenta las correlaciones entre las primeras diferencias de las mismas variables. El valor absoluto de estos coeficientes se reduce significativamente, indicando que la correlación entre la acumulación de reservas y la devaluación real es más tenue. En este caso la correlación es negativa en la mitad de los casos, con lo que no parece ser uniformemente cierto que la acumulación de reservas y la revaluación de la moneda vayan de la mano (hay cinco países donde ocurre lo contrario). La siguiente columna muestra la correlación entre el diferencial de rentabilidades y el nivel de reservas menos oro (la última columna usa el cambio en reservas). Cuando se usa el nivel de reservas los coeficientes son generalmente positivos (a mayor saldo mayor rentabilidad doméstica, o viceversa). Sin embargo, en varios países el signo del coeficiente se revierte cuando se evalúa la correlación entre cambio en reservas y rentabilidad, lo que sugiere que la entrada de capitales no está necesariamente asociada a un diferencial positivo.

A. Análisis de Series de Tiempo

Para lograr conclusiones más rigurosas acerca de las interrelaciones entre estas variables es necesario realizar algunas pruebas estadísticas de causalidad y cointegración. El punto de partida lo constituye la prueba de Dickey-Fuller Aumentada (ADF) para identificar la presencia de raíces unitarias en las series. Como es ya convencional, esta prueba se realiza mediante la estimación de:

$$\Delta Y_t = TD_t + \theta Y_{t-1} + \gamma \sum_{j=1}^k \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t$$

donde y_t es la serie en cuestión (i.e. (log) reservas menos oro, (log) tasa de cambio real y diferencial de rentabilidades). TD_t es el conjunto de regresores que captan la tendencia determinística (i.e. $TD_t = \{\emptyset\}$, $\{c\}$ o $\{c,t\}$)¹⁶ y k es el número de rezagos autorregresivos. En la selección de k se escogió el modelo con menor número de rezagos capaz de producir errores que sean 'ruido blanco'. Cuando la hipótesis nula de presencia de raíces unitarias ($H_0: \theta=0$) no se puede rechazar en una regresión con $TD_t = \{c,t\}$, se procede a utilizar $TD_t = \{c\}$. Si esta última especificación tampoco permite rechazar la hipótesis se utiliza entonces $TD_t = \{\emptyset\}$ ¹⁷.

Los resultados de la prueba sobre el logaritmo de las reservas menos oro indican que para Bolivia, Brasil, Colombia, Ecuador, México y Perú se puede rechazar la hipótesis de raíces unitarias con más de un 90% de confianza. Para los demás países no se puede descartar la presencia de raíces unitarias. En el caso del logaritmo de la tasa de cambio real sólo es posible rechazar la hipótesis nula para las series de Bolivia, México, Perú y Uruguay. Por su parte, las series de diferencial de rentabilidades parecen ser estacionarias (i.e. no tienen raíz unitaria) en todos los países bajo análisis (con la posible excepción de Perú). En síntesis, la evidencia de los las pruebas ADF sugiere que la tasa de cambio se caracteriza por un proceso no estacionario, mientras que lo contrario ocurre para el diferencial. Las propiedades estadísticas del nivel de reservas difieren entre países.

Como diferentes modelos teóricos plantean la existencia de una relación entre el nivel de reservas y la tasa de cambio real, y dado que empíricamente no se puede descartar fácilmente la hipótesis de que ambas series sean procesos integrados de orden 1, i.e. $I(1)$, es posible que exista una relación cointegrante entre estas variables. Es de-

¹⁶ Es decir, la tendencia determinística puede ser nula o estar dada por una constante, o por una constante y una variable de tiempo.

¹⁷ Esta es la estrategia secuencial sugerida Perron (1988).

cir, que puede que exista una relación de equilibrio de largo plazo entre ellas (el test de cointegración de Engel y Granger se realiza más adelante).

B. Cambio en Reservas y Diferencial de Rentabilidades

Existe cierta discusión acerca de la relación entre estas dos variables, sin que hasta la fecha haya suficiente evidencia acerca de la dirección en la relación de causalidad. También se ha considerado factible que el tipo de relación entre ellas se haya modificado estructuralmente en los últimos años en virtud de las reformas cambiarias que han acometido la mayoría de los países latinoamericanos. Para probar esta última hipótesis se estimó la siguiente regresión para cada uno de los países:

$$\Delta \log(\text{Reservas}) = \varepsilon + \beta_1 \text{diferencial}_t + \beta_2 \text{diferencial}_t * D8892 + \varepsilon_t$$

donde D8892 es una variable dummy que toma valores unitarios durante el período 1988:01-1992:06 ($\beta_1 + \beta_2$ es el coeficiente durante este período). Los resultados de esta regresión se muestran en el Cuadro 2. Allí se aprecia que el poder predictivo de esta ecuación es relativamente bajo (probablemente por la omisión de otras variables relevantes): la mejor regresión es la de Colombia que explica 10% de la varianza en el cambio en reservas y la significancia estadística de los coeficientes prácticamente nula¹⁸. En este sentido no puede afirmarse que la acumulación de reservas ha estado asociada a la existencia de un diferencial de rentabilidades positivo.

Cuando se utiliza el logaritmo de las reservas (menos oro) como variable dependiente los resultados mejoran, especialmente para Colombia y Chile

donde el R-cuadrado es relativamente alto (0.72 y 0.54, respectivamente). Los coeficientes de las variables independientes, que miden la semi-elastividad de las reservas a cambios en el diferencial, muestran gran heterogeneidad en sus signos, aunque generalmente resultan estadísticamente significativos. El coeficiente obtenido indica que la semi-elastividad es negativa (y significativa) en las regresiones para Argentina (-0.29%), Chile (-1.51%), Perú (-3.92%) y Uruguay (-1.27%). En los casos en que su valor estimado es positivo, semi-elastividad oscila entre .17% (Bolivia) y 4.3% (Colombia). Es decir, un aumento de un punto porcentual en el diferencial de rentabilidades tuvo como efecto durante el período 1978-1988, en promedio y todo lo demás constante, un aumento de 4.12% en las reservas internacionales. El coeficiente resultante de la interacción del diferencial con la dummy capta la hipótesis de cambio estructural (o de comportamiento asimétrico) a partir de 1988. En este caso la evidencia sugiere que el efecto del diferencial sobre reservas no cambia significativamente después de 1988 en Argentina, Brasil (es nulo) y Venezuela. A partir de esa fecha, dicho efecto cambia de signo en Bolivia (se vuelve negativo) y en Chile (se vuelve positivo). El efecto positivo se acentúa en Colombia (donde la semi-elastividad para el período 1988-1992 es 5.9%) y México (1.9%).

Para ahondar en esta relación y descartar la hipótesis según la cual el cambio en reservas (y_{1t}) es causado por el diferencial (y_{2t}) es necesario realizar un test de causalidad. Una posibilidad es utilizar la metodología de Granger según la cual una variable y_{1t} es causada por y_{2t} si la información (pasada y presente) contenida en y_{2t} ayuda a mejorar las predicciones de la variable y_{1t} (y viceversa cuando y_{2t} es causada por y_{1t}). En términos prácticos, esto se puede probar estimando el siguiente modelo VAR(k):

$$Y_{1t} = C_1 + \sum_{j=1}^K d_{11j} Y_{1,t-j} + \sum_{j=1}^K d_{12j} Y_{2,t-j} + \varepsilon_{1t}$$

¹⁸ Es interesante que los resultados empeoran cuando se utiliza la serie de diferencial de rentabilidades que mide la devaluación anual acumulada y no la mensual anualizada (que es mucho más errática).

Cuadro 2. VARIABLE DEPENDIENTE: CAMBIO EN EL LOGARITMO DE RESERVAS (menos oro)

Diferencial con devaluación mensual anualizada										
	ARG	BOL	BRA	CHI	COL	ECU	MEX	PER	URU	VEN
Constante	0,024016	-0,01007	-0,00562	-0,00116	-0,16222	0,04314	0,0039	0,019556	-0,00949	0,001414
estad-t	1,246079	-0,34887	-0,51199	-0,12793	-2,3744	1,553193	0,20277	0,866325	-0,14645	0,193322
Dif	-0,00018	5,28E-05	0,000103	0,000581	0,008579	-0,00324	0,000445	0,001311	0,000302	0,000302
estad-t	-1,48259	0,183656	1,44665	1,675817	2,759024	-1,32144	0,978288	0,554399	0,224922	0,473118
Dif*ID8892	0,000312	0,001242	-0,00017	0,000738	-0,00151	0,001704	-0,00056	-0,00125	-0,00034	-6,1E-05
estad-t	2,116733	0,475841	-1,72876	1,509105	-2,01196	0,813081	-0,88024	-0,51355	-0,45706	-0,08085
R-cuadr.	0,031521	0,001689	0,026269	0,034829	0,101929	0,021036	0,007874	0,019213	0,001303	0,006748
R-cuad Aj.	0,018345	-0,01278	0,011054	0,023339	0,075898	0,002738	-0,00415	-0,02983	-0,01073	-0,01416
estad-F	2,392217	0,116748	1,726562	3,031249	3,915672	1,149617	0,654741	0,39179	0,108273	0,322715
Error Std	0,147211	0,240942	0,087743	0,065974	0,061555	0,161455	0,162199	0,093044	0,239312	0,06729
# obs.	150	141	131	171	72	110	168	43	169	98
Diferencial con Devaluación Anual Acumulada										
Constante	-0,00727	-0,01998	-0,00258	0,013655	0,020764	0,002633	0,008005	-0,01627	-0,00123	-0,00284
estad-t	-0,58547	-0,74757	-0,33194	2,648906	2,554316	0,115594	0,572063	-0,72548	-0,06654	-0,34331
Dif	-3,3E-05	-0,00011	-6,9E-05	0,000485	0,00083	-0,00013	-0,00024	-0,00013	-0,00047	-7,1E-05
estad-t	-0,35093	-0,41467	-0,75356	2,160737	0,660465	-0,18984	-0,7923	-0,53223	-0,77613	-0,37086
Dif*ID8892	-0,00033	0,008491	3,85E-05	0,000965	0,001412	-0,00016	0,000794	0,000105	-0,00084	-0,00018
estad-t	-1,92729	1,260396	0,338133	1,365786	0,622525	-0,19927	0,663979	0,43514	-0,19729	-0,82956
R-cuadr.	0,045882	0,014145	0,005556	0,054304	0,025374	0,001462	0,004838	0,008796	0,0042	0,032508
R-cuad Aj.	0,032154	-0,00315	-0,00929	0,043046	-0,00288	-0,0172	-0,00722	-0,05315	-0,0078	0,01214
estad-F	3,342132	0,817831	0,374312	4,823474	0,898206	0,078318	0,401101	0,141986	0,350089	1,596029
Error Std	0,141666	0,255921	0,090057	0,065305	0,064125	0,163061	0,162447	0,093179	0,238964	0,066412
# obs.	142	117	137	171	72	110	168	35	169	98

$$Y_{2t} = C_2 + \sum_{j=1}^K d_{21j} Y_{1,t-j} + \sum_{j=1}^K d_{22j} Y_{2,t-j} + \varepsilon_{2t}$$

donde c_i es el intercepto y ε_{it} es 'ruido blanco' $\{i=1,2\}$. El número de rezagos autorregresivos (k) se escogió de acuerdo al criterio de Schwarz. La hipótesis nula de que y_{2t} no causa y_{1t} corresponde entonces a $d_{12j} = 0$ ($j=1,...,k$), para lo cual se puede usar la prueba $F(k,T-2k-1)$, donde T es el número de observaciones. Por supuesto, la hipótesis nula de que y_{1t} no causa y_{2t} corresponde entonces a $d_{21j} = 0$. Cuando el estadístico F es mayor que su valor crítico se puede rechazar la hipótesis nula de no

causalidad (es decir, existe una relación de causalidad).

El Cuadro 3 muestra los resultados de este ejercicio. La hipótesis según la cual el diferencial causa el cambio en reservas (los d_{12j} no son cero) se puede rechazar en todos los casos con excepción de Perú. Por su parte, la hipótesis según la cual el cambio en reservas causa el diferencial puede rechazarse (al nivel del 1% de significancia) en todos los países con excepción de Chile, México, Perú y Uruguay. Es decir, en estos casos puede decirse que estadísticamente (y en el sentido de Granger) el cambio en reservas causa el diferen-

**Cuadro 3. PRUEBAS DE CAUSALIDAD DE GRANGER
(EXOGENEIDAD EN BLOQUE)**

País	Número de Observ.	# Rezagos	Estad.-F Diferencial Causa Δ Reservas	Estad.-F Δ Reservas Causa Diferencia
Argentina	140	2	-65.3976 [1.00]	-59.0283 [1.00]
Bolivia	137	2	-65.7656 [1.00]	-53.1978 [1.00]
Brasil	117	2	-56.0000 [1.00]	-54.7157 [1.00]
Chile	169	2	-79.8586 [1.00]	125.423 ** [.000]
Colombia	67	5	1.37389 [.248]	-11.1931 [1.00]
Ecuador	108	2	-51.4974 [1.00]	-51.4905 [1.00]
México	166	2	-34.1684 [1.00]	81.4838** [.000]
Perú	37	2	81.4838** [.000]	2.99111 [.064]
Uruguay	167	2	-59.8256 [1.00]	48.6591** [.000]
Venezuela	96	2	-45.4974 [1.00]	-45.4960 [1.00]

cial. En los demás países tampoco parece haber evidencia de causalidad en esta dirección. La ausencia de causalidad no parece sorprendente dados los resultados de las regresiones del Cuadro 2, que muestran una mínima relación entre las dos variables.

Por último, la existencia de una relación de equilibrio de largo plazo entre el nivel de reservas y la tasa de cambio real, dos series que en algunos países son integradas de orden 1, $I(1)$, puede veri-

ficarse mediante una prueba de cointegración entre estas dos series. Dos series que individualmente son $I(1)$, están cointegradas si existe una combinación lineal de ambas que es estacionaria $I(0)$. Cuando esto ocurre, las dos series se mueven en el largo plazo en forma paralela, aunque pueden existir diferencias en el corto plazo, captadas por la combinación lineal de ambas. La prueba de cointegración puede hacerse de acuerdo al estadístico de Engel y Granger, que es una prueba de raíces unitarias en los residuos de una regresión

entre las dos variables en cuestión (más una constante y una tendencia, si se desea).

Los resultados de este ejercicio son interesantes ya que sólo en uno de los casos (Bolivia) se puede rechazar (con un 1.4% de significancia) que la combinación lineal entre estas dos variables tiene una raíz unitaria (no es estacionaria). Es decir, sólo para un país se puede afirmar que las dos series están cointegradas. En todos los demás casos la evidencia sugiere que las series no están relacionadas en el largo plazo.

V. CONCLUSIONES

Este trabajo es fundamentalmente descriptivo. Como tal, no pretende encontrar conclusiones definitivas acerca de los determinantes de los flujos de capitales, ni de las políticas económicas más adecuadas para estabilizar el impacto macroeconómico de la acumulación de reservas. Los estudios de caso individuales pueden aportar, en este sentido, más luces en este frente.

El estudio, sin embargo, ilustra las experiencias recientes de una gama amplia de países latinoamericanos, con diferencias significativas en sus políticas e instituciones. Encuentra, primordialmente, patrones similares en el comportamiento de las reservas (mas no en los componentes de la balanza de pagos), que sugieren la presencia de choques financieros externos comunes. Es decir, ante un virtual "cambio de régimen" parece sensato (y prudente) no atribuir todos los resultados a factores internos, fruto tanto de las reformas estructurales como de las políticas económicas adoptadas recientemente por algunos países de la región. Más aún, dada la gran incertidumbre que rodea el diseño de la política, atribuible a la dificultad de especificar pruebas econométricas robustas que esclarezcan el grado de perdurabilidad de los ingresos de capitales, es posible que un portafolio bien diversificado de políticas constituya la estrategia óptima para las autoridades. En este sentido, lo más conveniente para minimizar el riesgo de

introducir políticas que resulten equivocadas (como en la pasada bonanza de capitales que experimentó la región), es adoptar una combinación de políticas que abarque medidas tanto de carácter micro como macroeconómico. Entre las primeras, merecen destacarse la adopción de retenciones (o encajes) adicionales a los ingresos de capitales especulativos. La dificultad en este caso, por supuesto, es la imposibilidad de segmentar el mercado cambiario. En el frente macroeconómico la intervención parcialmente esterilizada es, probablemente, la mejor opción. La esterilización plena produce efectos negativos sobre las tasas de interés y el déficit cuasi-fiscal. La intervención no esterilizada puede inducir procesos inflacionarios, particularmente en el caso de los bienes no comercializables. Asimismo, la intervención no debe buscar eliminar todo el "ruido" de la tasa de cambio. En efecto, aunque la inestabilidad de esta variable tiene efectos indeseables sobre las exportaciones de bienes, también constituye un desestímulo al ingreso de capitales especulativos. Por lo tanto, la estrategia óptima debe buscar un grado de inestabilidad de corto plazo en el cual los beneficios marginales (menores ingresos especulativos) iguallen los costos marginales (reducción de exportaciones). La experiencia internacional sugiere que bandas relativamente amplias ($\pm 5\%$) producen este resultado.

Por último, un aspecto que merece un estudio detallado es el relacionado con el efecto de los flujos de capitales sobre la inversión productiva. Aquí, la experiencia de los países en los cuales los flujos de capitales han estado asociados al proceso de privatizaciones parece ser la más alentadora (en parte porque estos capitales por definición son de mediano y largo plazo). En efecto, en aquellos países en los cuales el sector público ha recibido parte de los ingresos de capitales (a través de la venta de sus activos), la restricción presupuestal ha sido parcialmente relajada, con lo que las inversiones públicas en sectores complementarios y de grandes externalidades han sido posibles (i.e. infraestructura y gasto social). En ausencia de

privatizaciones, y con unos ingresos corrientes disminuidos por el efecto de la rebaja de aranceles, la necesidad de reducir el déficit fiscal para

finés de estabilización en algunos países ha exigido una recorte en los planes de inversión y, por lo tanto, las posibilidades de crecimiento futuro.