

24/03/05
(2.529p)

**IX. EL REGRESO DE LOS CAPITALES PRIVADOS A AMÉRICA LATINA:
UNA RECOMENDACIÓN DE CAUTELA, EN 1992,
A LOS PAÍSES ‘EXITOSOS’***

El pesimismo de ayer se ha convertido en optimismo, ante los progresos exhibidos por Latinoamérica en los últimos años, sobre todo desde 1991. Los presupuestos fiscales se han equilibrado, la emisión de dinero se ha moderado, la inflación se ha reducido y se ha perfeccionado la evaluación de los proyectos de inversión. Sin embargo, hay muchos problemas que aún persisten. El volumen de inversiones públicas y privadas es escaso y los sueldos de los empleados públicos son mucho más bajos que los de mercado. La pobreza y la concentración del ingreso se han acentuado en muchos países latinoamericanos, y alcanzan proporciones aún peores que antes de la crisis de la deuda de los años ochenta. Por lo tanto, pese a las evidentes mejorías en ciertas áreas, hay problemas fundamentales que no se han superado.

A comienzos de los años noventa se produjeron importantes cambios en el ámbito financiero. Muchos países latinoamericanos vieron ampliarse notablemente su acceso a los mercados internacionales de capitales, sobre todo a nuevas fuentes de financiamiento. Así, pudieron acceder a un abundante ahorro externo.

Este fenómeno plantea dos preguntas, que pueden aplicarse tanto a los países desarrollados como subdesarrollados: Primero, ¿qué está pasando con el ahorro total, no sólo el ahorro financiero, del mundo y de los países en desarrollo? Segundo, ¿cuánta capacidad productiva se está creando y qué pasa con la tasa promedio de uso de la capacidad existente?

Estos son temas cuyo análisis es ineludible, en vista de que la expansión financiera no es un fin en sí misma, sino un medio de facilitar y acelerar el crecimiento económico real de un país; es decir, es un medio para incrementar las inversiones y la productividad, elevar la capacidad de consumo, aumentar los salarios, y crear empleos productivos en forma sostenible.

* Estos planteamientos se publicaron en junio de 1992, más de dos años antes de la explosión de la creciente vulnerabilidad cíclica contra la cual se advertía, en Jan Joost Teunissen, John Williamson, *et al.*, *Fragile Finance: Rethinking the International Monetary System*, Foro sobre Deuda y Desarrollo (FONDAD), La Haya. Hemos añadido, al final, dos frases sobre Chile y revisado la traducción. Fue reproducido en R. Ffrench-Davis, *Para reformar las reformas en America Latina*, McGraw-Hill, Santiago, 1999.

Lo ocurrido en América Latina en los decenios de 1970 y 1980 ofrece ejemplos de buenas y malas reformas financieras. En algunos casos, la ampliación de la actividad financiera aparece vinculada a una aceleración del crecimiento económico y a inversiones más elevadas y de mayor calidad. En otros, la reforma financiera va unida a una contracción del ahorro nacional e incluso de la inversión, junto con una menor tasa de uso de la capacidad instalada; Chile fue un claro ejemplo de esta última situación en los años setenta (ver Ffrench-Davis, 2004, caps. I y IV). Durante gran parte de los años ochenta, varios países latinoamericanos se mantuvieron muy por debajo de la frontera de producción, lo que es evidentemente ineficiente (ver cap. II) e implica que la productividad efectiva *ex post* es inferior a la potencial.

Me concentraré, ahora, en lo que, a mi juicio, son características importantes de 1991 y los primeros meses de 1992.

El hecho de que América Latina no forme parte del área financiera europea, sino de los Estados Unidos, es muy significativo. Los mercados mundiales están cada vez más integrados, pero no plenamente en el sentido de tener un “precio único” y de que todos puedan acceder a ellos por igual. Con frecuencia, se observa una gran diferencia entre el precio del dinero en Europa y en América del Norte; de hecho, las tasas de interés son muy distintas y fluctuaciones *ex-post* del tipo de cambio no han eliminado esa diferencia. La tasa externa de interés con la que operan los países latinoamericanos no es la de 9,5% que prevalece en Europa, sino el 3,5% de la LIBOR en dólares de los EE.UU. Esta situación, unida a la baja demanda actual de fondos en Estados Unidos, tiene importantes consecuencias para los países latinoamericanos. En 1991, tanto la inversión como los préstamos de consumo estuvieron excepcionalmente deprimidos en Estados Unidos, por lo que un gran volumen de fondos pasó a engrosar la oferta a disposición de América Latina y otras regiones.

Los cambios que se dieron en algunas economías latinoamericanas complementaron esta tendencia. Entre otros, se trata de privatizaciones, en varios casos con una alta tasa de rentabilidad de corto plazo, y el bajo costo de los fondos externos unido a las elevadas ganancias de capital logradas en las bolsas de comercio, que en 1991 ascendieron en promedio a alrededor de un 100% en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Venezuela. Estas diferencias de precios en las transacciones de activos, percibidas por los agentes económicos como una tendencia que se mantendría por cierto tiempo, junto con la baja demanda en Estados Unidos,

provocaron una extraordinaria afluencia de fondos a América Latina.

¿Qué consecuencias ha tenido esto en el plano nacional? En primer lugar, la restricción dominante de divisas se redujo o desapareció. Hasta 1990, la falta de financiamiento externo fue el principal factor limitante de la actividad económica en varios países, y los mantuvo muy alejados de la frontera productiva.

Sin embargo, a partir de 1991 los países latinoamericanos estuvieron en condiciones de incrementar el PIB real a un ritmo mayor que la capacidad productiva, por tener capacidad subutilizada. Por lo tanto, la moderación de la escasez de divisas permitió que el PIB real se recuperara, pese al bajo nivel de inversión nacional. Algunos países presentan un incremento anual del PIB de hasta un 6% u 8%, a pesar de la baja inversión. De hecho, lo que ocurrió no es que las escasas inversiones empezaran repentinamente a ser altamente productivas, sino simplemente que la capacidad anterior de generación de bienes y servicios se había visto restringida por la falta de divisas. Pero la afluencia de fondos externos en 1991 fue mucho más alta que el ahorro externo que absorbieron efectivamente las economías de los países latinoamericanos, por lo que alrededor de la mitad de la entrada neta de capital, de cerca de 40.000 millones de dólares, se destinó a la acumulación de reservas.

¿Qué significa esto? Implica que, aun cuando la capacidad de absorción de las economías era limitada, la entrada de capital no se interrumpió. Esto no se debió a que América Latina necesitara más capital con fines de equilibrio macroeconómico, sino que al amplio diferencial que presentaban las tasas de retorno en la región en comparación con las de los países de origen de los fondos, y a la percepción de quienes manejaban capital especulativo de que este diferencial se mantendría. Entonces, estas señales del mercado siguieron atrayendo capital a América Latina. La consiguiente acumulación de cuantiosas reservas induce entonces a las autoridades y/o al mercado a la apreciación cambiaria.

De este modo, en 15 de los 18 países latinoamericanos más grandes se observa que en 1991 la moneda local registró una apreciación real de entre 1% a 20%, en comparación con el promedio del año anterior. En la mayoría de estos casos la moneda siguió apreciándose en el primer semestre de 1992, a pesar de los intentos de varios gobiernos por evitarlo para así no desalentar el auge de las exportaciones basado en tipos de cambio altos (depreciados). No obstante, las medidas oficiales no lograron contrarrestar la presión de los mercados en favor de una apreciación.

Además de la influencia de los fondos externos sobre el mercado cambiario de corto plazo, hubo un comprensible interés por reducir la inflación. Cuando se produce una gran afluencia de dólares, y el funcionamiento diario del mercado presiona a favor de una apreciación, es difícil para las autoridades adoptar la decisión de contraponerse a esta tendencia de corto plazo del mercado, ya que contribuye al objetivo de reducir la inflación. Sin embargo, la pregunta más importante es en qué medida esa apreciación representa una aproximación a un equilibrio sostenible o un alejamiento de éste debido a un sobreajuste.

Se podría decir que una parte de la apreciación es equilibradora. Evidentemente, la crisis de la deuda de los años ochenta se tradujo en pronunciadas depreciaciones reales, necesarias después de la apreciación de la década de 1970, período en que la moneda de la mayoría de los países latinoamericanos se valorizó debido a los abundantes y baratos préstamos bancarios. En los años ochenta esta tendencia se revirtió, lo que condujo a drásticas depreciaciones. Por ejemplo, en Chile el tipo de cambio real más que se duplicó entre 1982 y 1988. Al parecer, en ambas décadas se produjo un sobre-reajuste del tipo de cambio, desde una perspectiva de largo plazo, en respuesta a presiones del mercado cambiario de corto plazo.

Por consiguiente, en 1991 había cierto espacio para una apreciación sin el peligro de que provocase desequilibrios posteriores, pero el espacio sin duda no es ilimitado. Concordando con Stephany Griffith-Jones y Mohamed El-Erian, hay que observar muy atentamente la evolución en el futuro del déficit en cuenta corriente, el tipo de cambio real y la producción de transables.

La categoría de bienes y servicios transables no está integrada solamente por exportaciones, sino también por productos importables. En 1991, muchos países latinoamericanos redujeron las restricciones a las importaciones, por lo general correctamente. Pero para realizar una reestructuración eficiente, hay que tomar en consideración lo que está ocurriendo en la economía real. Si un país está apreciando el tipo de cambio junto con la reducción de las barreras a las importaciones, estará dando dos señales negativas a las actividades que compiten con los productos importados, y esto podría conducir a un ajuste neto negativo. Todas las economías hacen ajustes en respuesta a las señales del mercado, pero es esencial que éstas fomenten la creación de una mayor capacidad instalada, su utilización elevada y el incremento de la productividad, y alienten a la población a invertir más y mejor. Si un país reduce los aranceles y realiza una apreciación cambiaria al mismo tiempo, corre el riesgo de que los incentivos positivos a las exportaciones sean inferiores a los incentivos negativos a las

importaciones durante la transición hacia un nuevo equilibrio (ver cap. III). Esto no es algo ficticio, sino lo que ocurrió en los años setenta en los países que comenzaron a adoptar enérgicas políticas de liberalización de las importaciones, junto con una apreciación cambiaria. Chile y varios otros países latinoamericanos ofrecen claros ejemplos de la ineficiencia productiva y de la tendencia desestabilizadora de esa combinación de políticas (Ffrench-Davis, 1983; 2003, cap. III).

Por lo tanto, cuando se evalúan los efectos de las corrientes financieras en términos de bienestar, es muy importante examinar lo que ocurre en el mundo real, porque en último término lo que importa es lo que sucede allí, en el esfuerzo por producir más, con un mayor nivel de eficiencia y equidad (CEPAL, 1992). La existencia de mercados financieros eficientes es esencial para lograr esos fines, pero ¿qué se puede hacer cuando se reanuda la entrada de capital a un país o una región, pero este fenómeno se debe en parte a la recesión en Estados Unidos y a tasas de rendimiento anormalmente altas en América Latina? En tal caso, hay que manejar la corriente de capital e influir en ella de tal manera que contribuya a la estabilidad futura.

El manejo macroeconómico, y en particular la política cambiaria, son fundamentales para lograr una estabilidad sostenible. Esto explica por qué varios países latinoamericanos han estado tratando de influir en la composición del capital que ingresa, para vincularlo al proceso de inversión a largo plazo. Habría que privilegiar la entrada de capitales de largo plazo que se vinculen con actividades de inversión productiva, como la inversión extranjera directa (IED) y la importación de bienes de capital. Primero, la IED es sólo uno de los componentes de los movimientos de capital. Dado su limitado volumen actual, se podría decir que no es el componente que determina la tendencia a la apreciación. Esta responde en mayor medida a las corrientes a corto plazo y de cartera, mucho más voluminosas, que se derivan de los diferenciales de tasas de interés o de retorno.

Un segundo elemento, que destacan Mohamed El-Erian y John Williamson, es la regulación y supervisión prudencial de los mercados financieros internos. Como la mayor parte de los fondos son manejados por agentes privados, se podría pensar, como muchos lo hicieron erróneamente en los años setenta, con un notable costo para Chile, que esto elimina la posibilidad de crisis. Pero la historia ha demostrado que tanto el sector público como el privado pueden provocar desequilibrios. Basta con observar, por ejemplo, lo sucedido en Chile en la década de 1970. A pesar de que Chile tenía un superávit presupuestario y estaba reduciendo la deuda

pública, en 1981 el déficit de la cuenta corriente ascendió a un 17% del PIB.¹ Dado que predominaba un superávit público, el sector privado tenía un déficit superior al 17%. Durante 1982-83 se produjo una grave crisis, que se caracterizó por el más brusco descenso del PIB en toda América Latina. Entre otras variables, esto se debió a la existencia de precios incorrectos (tipo de cambio excesivamente apreciado), una gran oferta externa de préstamos bancarios y una miopía generalizada de prestamistas y deudores; por supuesto, todo esto ocurrió antes de la crisis, en el período de bonanza, con abundante financiamiento externo.

Hay que re-equilibrar la supervisión prudencial de los mercados internos de capital, y varias economías latinoamericanas deberían establecer un control mucho más riguroso, en el que se dé más importancia al monitoreo de la calidad de las carteras. Unos pocos países han tomado medidas sustantivas en este campo. En muchos otros, la tarea está pendiente.

Un tercer elemento es el manejo macroeconómico, es decir, qué hacer para que el volumen de las corrientes de capital no dificulte el funcionamiento de los sectores productivos, especialmente por su repercusión en el tipo de cambio y la demanda agregada. Yo diría que en este plano surge una disyuntiva inevitable, con efectos macroeconómicos y microeconómicos. Por una parte, está la opción de regular el tipo de cambio y ejercer cierto control sobre los movimientos de capital de corto plazo, con el propósito de lograr equilibrios macroeconómicos sostenibles. Alternativamente, con el propósito de mantener plena libertad para las decisiones de los agentes económicos, se puede optar por liberar la cuenta de capitales, con el riesgo probable de que la afluencia de capital se traduzca en valores atípicos (*outlier*) del tipo de cambio por cierto lapso y luego se sufran bruscas variaciones en la balanza de pagos y pronunciados ciclos macroeconómicos. Las crisis del pasado y lo que sucede actualmente dejan muy en claro la necesidad de optar entre estas dos alternativas. En 1991, Chile ejerció su opción al establecer, ante la abundante oferta de fondos externos registrada en ese año, normas que desincentivaron la afluencia de capital de corto plazo. La implementación de un encaje regulable sobre los ingresos de capitales en 1991, luego demostró, con ocasión de la crisis de México en 1994, haber sido una decisión muy acertada contra el enfoque de moda (ver caps. VII y X, y Ffrench-Davis, 2004, cap. VIII).

¹ Según cómo se mida, el déficit fluctuó entre 14 y 21% del PIB en 1981.