



**UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTÓNOMA DE MÉXICO**

**FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES
ACATLÁN**

**“POLÍTICA MONETARIA Y CONTROLES O
RESTRICCIONES A LOS FLUJOS DE CAPITAL: EL CASO DE MÉXICO”**

TRABAJO ESCRITO DE TESIS

**QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE
LICENCIADO EN ECONOMÍA**

PRESENTA

LUIS GILBERTO MARRÓN AGUSTÍN

ASESOR: MAESTRO JOSÉ GABRIEL GÓMEZ OCHOA

02 DE JULIO DE 2006



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

Agradecimientos:

A todos aquellos que alguna vez me dijeron
que me apurara y terminara.

A mis hermanos y amigos: Ezequiel, Oswaldo, Jorge, Aldo, Joel,
Daniel, Cachetes, Alfredo, Edgar, Momo, Gaby,
que son muy importantes en mi vida.

A mi Asesor, Gabriel Gómez, por todo su animo, interés e
impulso para culminar este proyecto.

A lo más especial, gracias a mi madre,
María de la Luz Agustín Villafán

¡Gracias!

Luis Gilberto Marrón Agustín

Autorizo a la Dirección General de Bibliotecas de la
UNAM a difundir en formato electrónico e impreso el
contenido de mi trabajo recepcional.
NOMBRE: Luis Gilberto Marrón Agustín
FECHA: 02/08/06
FIRMA: [Firma]

Índice

Introducción	4
Capítulo 1 Los movimientos de capital, un marco de referencia	7
1.1 Liberación de la cuenta de capitales	7
1.2 Ventajas de libre movimiento de capitales	8
1.3 Desventajas de la libre movilidad de capitales	12
1.4 Diferentes tipos de capital	16
1.5 Movilidad de capital y crisis financiera	18
1.6 Movilidad de capitales y política monetaria	25
1.6.1 Política monetaria con tipo de cambio fijo	26
1.6.2 Política monetaria con tipo de cambio flotante	28
1.6.3 El triángulo imposible	30
Capítulo 2. El sistema financiero internacional: volatilidad y crisis	33
2.1 Evolución del sistema financiero internacional	33
2.2 los mercados financieros recientes: volatilidad y riesgo	39
2.3 Flujos de capitales hacia países en desarrollo	43
2.4 Flujos de capital y política económica	49
2.4.1. El comportamiento procíclico y el financiamiento	55
2.4.2 Política económica frente a la volatilidad	59
2.5 Las experiencias recientes en control de capitales	64
2.5.1. Chile	65
2.5.2. Colombia	72

Capítulo 3. Flujos de capital en México	79
3.1 Antecedentes: la necesidad de cambio estructural	79
3.1.1 Cambio estructural y financiamiento	80
3.1.2 Reforma del sistema financiero mexicano	84
3.2 Los flujos de capital a la economía mexicana 1988-1994	88
3.2.1 Flujos de capital en la balanza de pagos	88
3.2.2 Inversión externa en activos financieros	92
3.2.3 Los flujos de capital y la cuenta corriente	95
3.3 Los flujos de capitales en el periodo 1995-2003	97
3.3.1 Flujos de capital en la balanza de pagos	99
3.3.2 Inversión externa en activos financieros	103
3.4 Desempeño económico reciente en México	106
Capítulo 4. Política monetaria y desempeño económico	112
4.1 Inflación y política monetaria en México con control de capitales	113
4.2 Inflación y política monetaria en México con libertad en cuenta de capitales	120
4.2.1 Política monetaria con libre movilidad de capital y tipo de cambio semifijo	123
4.2.2 Política monetaria con libre movilidad de capital y flotación sucia del tipo de cambio	127
4.3 Autonomía relativa en la política monetaria	131
Conclusiones	138
Bibliografía y referencias bibliográficas	145

Introducción

Una característica importante de los últimos años en materia económica ha sido el enorme incremento de los flujos de capital entre los países, inducido por la liberalización de los mercados financieros internacionales, conduciendo a graves desequilibrios en las economías de los países e incluso en ciertas ocasiones al estallamiento de crisis fuertes, mermando la capacidad productiva de los agentes económicos. Por tal motivo, se desató una discusión entre importantes economistas e instituciones, preocupados por buscar una solución y proponer alternativas en cuanto al manejo de crisis financieras, para que éstas no sean tan costosas, entre esas alternativas se considera la posibilidad de establecer mecanismos de control o restricción al capital.

Derivado de lo anterior, el presente trabajo tiene por objetivo analizar la posibilidad de establecer algún tipo de control al libre flujo de capitales, como herramienta para la obtención de mayor autonomía monetaria que provoque mayor certidumbre a los diversos sectores de la economía mexicana y pueda estimular el crecimiento de la economía.

El análisis comienza abordando los movimientos de capital desde un punto de vista teórico, lo que permite conocer sus ventajas y desventajas, los tipos de capital y por último, cómo los movimientos de capital han estado relacionados íntimamente con las crisis de los últimos años, así como, el papel de política monetaria en las economías emergentes, en países en vías de desarrollo y desarrollados, mismos que han orientando su meta de la política monetaria a la contención de la inflación, dejando en segundo término mitigar los ciclos económicos.

En el segundo capítulo, se hace un análisis del sistema financiero internacional, se destaca la evolución que ha tenido en los últimos años desde la consolidación del patrón oro hasta las últimas reformas que originaron cambios importantes en el Fondo

Monetario Internacional y el Banco Mundial. También se revisan las profundas transformaciones en los flujos de capital hacia los países en desarrollo, especialmente para América Latina y se señala el contraste entre la caída del financiamiento oficial y el aumento de los flujos privados de capital; el papel que ha tomado el financiamiento externo privado y el comportamiento de la inversión extranjera directa. Además, se estudia la política económica, en especial el manejo de la política monetaria a través de los instrumentos de los bancos centrales, realizando una evaluación de las experiencias recientes de países latinoamericanos como Chile y Colombia en control de capitales que pueden ser tomados en cuenta para el caso de México.

En el tercer capítulo se hace un análisis de los flujos de capital en México, se menciona la necesidad de un cambio estructural, por lo que se requiere transformar el modelo de desarrollo; se describen los antecedentes y la reforma realizada a gran parte de la economía para conformar un nuevo modelo de economía abierta a la economía internacional. Se estudian los cambios al sistema financiero, que buscaban superar la situación en la que se encontraba, como consecuencia de la crisis de la deuda y de esa forma pudiera contribuir activamente en la consolidación del nuevo modelo económico, promoviendo la captación de fondos internos y externos, y su aplicación a la inversión en condiciones de competitividad internacional.

A partir del inicio de la liberación financiera y la renegociación de la deuda externa, los capitales empezaron a fluir en cantidades considerables hacia la economía mexicana, por ello, en este capítulo también se realiza un estudio de los flujos de capital a la economía mexicana, dividiendo en dos periodos: el comprendido de 1988-1994 y el que va de 1995 – 2003, ambos con características especiales y con manejo distinto de la política económica. Para concluir, se observa el desempeño reciente de la economía mexicana mediante el desempeño de variables como el Producto Interno Bruto, el empleo y el tipo de cambio.

En el cuarto y último capítulo, se analiza la política instrumentada por el Banco de México en el periodo de 1988 a 2003, tanto con tipo de cambio semifijo como el de flotación sucia; paralelamente, se evalúa el comportamiento de la inflación. El capítulo finaliza con una reflexión de lo que la política monetaria podría contribuir al crecimiento económico con estabilidad.

Por último, se realiza un balance de los resultados de los cuatro capítulos de la investigación y se hace una conclusión final acerca de la política monetaria y del régimen cambiario óptimo para México en la situación actual.

Capítulo 1 Los movimientos de capital, un marco de referencia

1.1 Liberación de la cuenta de capitales

Tras el abandono de los acuerdos de Bretton Woods los flujos de capital internacionales han desempeñado un papel cada vez más relevante en el comportamiento —positivo o negativo— de la economía mundial y, asimismo, se ha registrado una creciente competencia financiera que ha conducido a que las instituciones de ese sector incursionen en otras actividades y en varias áreas geográficas. El aumento de esos flujos ha sido acompañado por un incremento en el número de crisis en los países desarrollados y, especialmente, en desarrollo.

El aumento en los movimientos de capital, en particular los de corto plazo, ha dado lugar a un incremento de crisis financieras y bancarias: a la crisis de 1975 -1983 en el Cono Sur, le siguieron la deuda de América Latina en 1982, la bancaria y de sociedades de ahorros en Estados Unidos, las caídas de los mercados bursátiles en 1987 y 1989, la crisis monetaria europea de 1992, el colapso del mercado mundial de bonos de 1994, la crisis mexicana denominada "efecto tequila" de 1994-1995 y, posteriormente, la crisis de los tigres asiáticos en 1997, la rusa y brasileña un año después y de nuevo la argentina que en 2002 culminó con el abandono de su caja de convertibilidad.

El creciente movimiento de capitales y las consiguientes crisis tienen su sustento en las políticas económicas "recomendadas" por el llamado Consenso de Washington¹ e instrumentadas en el mundo en desarrollo bajo la vigilancia de las

¹ En 1990, un grupo de personas responsables de las políticas económicas en América Latina, representantes de organismos internacionales y miembros de comunidades académicas y centros de estudios, participaron en una conferencia patrocinada por el Instituto de Economía Internacional en Washington. El objetivo fue evaluar el progreso logrado en los países de la región en la promoción de reformas económicas después de la crisis de la deuda de la década de los ochenta (1998). John Williamson (1990), definió posteriormente que Washington había alcanzado un grado considerable de consenso acerca de 10 instrumentos de política. De acuerdo con este autor, esos diez instrumentos eran: disciplina fiscal, priorización de gasto público en educación y salud, reforma tributaria, tasas de

instituciones financieras internacionales (IFI's). La actuación de las IFI's ha sido orientada hasta ahora por dicho consenso, el cual fue alcanzado tras la primera gran crisis de la deuda en los años setenta. Según Stiglitz (1998,a), esta doctrina consistió en imponer a los países menos desarrollados un tipo de políticas macroeconómicas en las que se hacía un énfasis casi exclusivo en la liberalización de los mercados (liberalización comercial, desregulación y privatización), sin dar la más mínima importancia a las políticas de introducción de competencia efectiva y de regulación del sector financiero, siendo así que este último resulta imprescindible para actuar como el verdadero *cerebro* de las economías: seleccionando a los utilizadores más eficientes de los recursos ahorrados; supervisando el uso de los mismos; minimizando el riesgo; proporcionando liquidez, y distribuyendo información.

1.2 Ventajas de libre movimiento de capitales

Desde el punto de vista teórico ortodoxo, existen muchos argumentos a favor de la liberación de la cuenta de capitales en todas las economías, pues los flujos de capitales pueden ser un importante complemento de las acciones internas para encaminar y acelerar el desarrollo económico, en particular, en países relativamente atrasados.

Al menos son seis las aportaciones que puede tener el libre flujo de capitales para la estabilidad y el desarrollo económico en todo el mundo (CEPAL, 1995):

a) Asignación de recursos escasos. El movimiento libre de capitales sin importar las fronteras debería, lógicamente, mejorar la eficiencia de la asignación mundial de recursos; en teoría, los rendimientos reales de la inversión marginal en los países que tienen abundancia relativa de capital es presumiblemente menor que en aquellos donde el capital es escaso.

interés positivas determinadas por el mercado, tipos de cambio competitivos, políticas comerciales liberales, apertura a la inversión extranjera, privatizaciones, desregulación y protección de la propiedad privada (Banco Mundial, 1998).

Con libre movilidad de capital, los agentes que ahorran en países ricos (con capital abundante) prefieren invertir sus recursos en países o regiones con mayor rentabilidad, es decir, en países relativamente pobres (con escasez de capital). Dichos ahorradores obtienen así mayor rendimiento que invirtiendo sólo en su país, y los países pobres reciben ahorro para financiar su inversión y dinamizar su crecimiento, lo que puede ser un camino correcto hacia el desarrollo. Una mejor y más libre asignación de recursos, a la larga, conducirá a la reducción de los diferenciales de rentabilidad entre los países, es decir, se achicaría la brecha entre países ricos y pobres.

b) Movilización del ahorro externo. No sólo es atendible el criterio de eficiencia en la asignación de recursos, sino también la complementariedad que el ahorro externo debe tener respecto del ahorro interno.

En efecto, tradicionalmente, en los países pobres y especialmente en América Latina², los esfuerzos internos de ahorro han sido insuficientes para lograr acumular los recursos necesarios para financiar los volúmenes de inversión que esos países requieren para crecer de manera sostenida y ofrecer los empleos que demanda la creciente población en edad de trabajar.

Por lo tanto, el ahorro externo, en la forma de flujos de capital netos positivos, puede ser de vital importancia para que se realicen los proyectos y volúmenes de inversión que promuevan el crecimiento económico, pues de otra forma muchos proyectos viables y con efecto multiplicador en la actividad económica se pueden quedar sólo en eso, en proyectos.

La complementariedad del ahorro externo puede describirse teóricamente como un círculo virtuoso: en un primer momento, cuando la inversión ex ante del país pobre es mayor que el ahorro interno disponible, el ahorro externo financia ese faltante. Ese ahorro del exterior (que se registra como aumento del pasivo en la cuenta de

² Se menciona que en especial América Latina porque esta región es la que más interesa a este estudio; sin embargo, conviene aclarar que los países asiáticos, por ejemplo, tienen una propensión al ahorro muy grande, de modo tal que requieren menos del ahorro del exterior. Esto tal vez esté relacionado con su cultura, su idiosincrasia y su religión.

capital de la balanza de pagos) se traduce en déficit en cuenta corriente; no obstante, el crecimiento generado por ese capital extranjero incrementa el ahorro interno hasta un punto en que toda la inversión sea financiada por éste. En este punto, se elimina el déficit comercial, aunque puede persistir por un tiempo el déficit en cuenta corriente por el pago de intereses y utilidades al ahorro externo que ingresó al país inicialmente.

Este último desequilibrio, teóricamente, también se eliminaría si el crecimiento económico es sostenido y, en un determinado momento, el ahorro interno es superior a la inversión; de ser así, el exceso de ahorro se manifestará en superávit comercial y en la posibilidad de reducir pasivos y, por lo tanto, pago de intereses.

De esta manera, la libre movilidad de capital puede contribuir al despegue del crecimiento económico de los países pobres, al complementar el ahorro interno que es crónicamente insuficiente.

c) Asignación intertemporal del gasto. Esta "virtud" del libre movimiento de capitales está más relacionada con sus posibilidades de apoyar a economías en el corto plazo, que con sus atribuciones respecto del desarrollo económico.

Así, los flujos de capitales —bien orientados y administrados— podrían reducir o eliminar la posible volatilidad en los ingresos de un país. Si una economía relativamente poco desarrollada sufre, por ejemplo, una reducción coyuntural de sus ingresos por exportaciones, podría compensar dicha caída con endeudamiento externo, que luego sería pagado cuando ese trastorno temporal hubiese pasado. De esta forma, se evitaría un ajuste innecesario que implicará grandes costos en términos de actividad económica y empleo. Es decir, con la apertura de la cuenta de capitales sería más fácil financiar desequilibrios coyunturales a menores costos.³

En este mismo sentido, la mayor movilidad de capital permitiría a los países en desarrollo que requieran un proceso de ajuste debido a desequilibrios estructurales,

³ Un problema implícito en este aspecto es la evaluación del carácter del desequilibrio, pues si se juzga erróneamente coyuntural en vez de estructural, su financiamiento pospone el necesario ajuste, con lo cual éste se va haciendo más y más oneroso.

conseguir financiamiento para que dicho ajuste no tenga que realizarse de inmediato, sino progresivamente; de tal manera que el financiamiento del exterior pueda suavizar dicho proceso y permitir, inclusive, que no se disminuya considerablemente el gasto interno durante la reasignación de recursos que implica el ajuste (Cohen, 1977).

d) Diversificación del riesgo. Las limitaciones al movimiento de capital, lleva a que los inversionistas concentren sus recursos en, relativamente, pocos proyectos, con los cual sus portafolios de inversión —concentrados— se toman riesgosos para el nivel dado de rendimiento. De la misma manera, las empresas que requieren de financiamiento ven reducidas sus fuentes de recursos si la cuenta de capitales del país sede no está razonablemente abierta, lo que las conduce a la dependencia de alguna cuantas fuentes de financiamiento nacionales, con los riesgos que esto puede implicar.⁴

Es conocido, en particular en los mercados financieros con las aportaciones de Markowitz y Sharpe,⁵ que la correcta diversificación reduce riesgos sin disminuir necesariamente el rendimiento; efectivamente, un portafolios de inversión bien diversificado reduce la dispersión de los rendimientos de los activos, esta reducción se lleva a cabo mediante la inversión de títulos que no tengan un alto grado de covarianza entre sí (Van Horne, 1993).

Si se puede reducir el riesgo global de los inversionistas con la mayor movilidad del capital, la economía mundial en su conjunto se verá beneficiada, porque se reducirán las probabilidades de crisis y, en caso de que éstas estallen, es probable también que su costo sea relativamente menor (ya que el riesgo también lo es).

⁴ Al no tener opciones de financiamiento, las empresas que lo requieran pueden quedar atrapadas en las redes de instituciones financieras que, al saberse casi la única opción, no sólo quieren aprovechar tal situación para cobrar más caro por sus servicios, sino que inclusive pueden presionar a las empresas para que la institución financiera intervenga en la toma de decisiones de la operación de dicha empresa (Díaz Alejandro, 1985).

⁵ Markowitz y Sharpe fueron ganadores del premio Nobel de Economía en 1990 por sus aportaciones en la administración de riesgos; sus obras más relevantes en este tema son: Markowitz, Harry, "Portfolio Selection: Efficient Diversification for Investment", de 1959; y Sharpe, William, "Simplified Model for Portfolio análisis", de 1963.

e) Microeficiencia productiva. Al abrir la cuenta de capitales, la competencia presumiblemente se incrementará, inclusive mediante aumento en la cantidad de empresas en el mercado interno, lo que induce innovaciones financieras y crea presiones que llevarán a reducir los márgenes de intermediación de las entidades financieras. La reducción de ese margen se podría manifestar en menores tasas de interés activas, mayores tasas pasivas o la combinación de ambos fenómenos. La reducción de las tasas de interés que se cobren por los préstamos a la actividad productiva implicará disminución de costos totales para las empresas; esto favorecerá su eficiencia.

f) Confianza en la autoridad monetaria. La libre movilidad del capital ha sido tomada también como un ingrediente básico para recobrar la credibilidad que muchos de los bancos centrales de países en desarrollo, especialmente de América Latina, perdieron por los fenómenos inflacionarios en las décadas pasadas.

Esta "virtud" de la movilidad de capital se basa en el enfoque monetario de la balanza de pagos⁶, donde se supone que la economía nacional integrada a la economía mundial mediante un comercio exterior libre y una cuenta de capital abierta; el tipo de cambio es fijo. En este esquema, los agentes económicos prevén que la existencia de la plena convertibilidad de la moneda y la movilidad libre del capital hacen que las autoridades del país pierdan la capacidad de manejar la oferta monetaria; la inflación, por el nivel de apertura, converge hacia la internacional. De esta forma la autoridad monetaria tiene que mantener la disciplina en la emisión de circulante si es que desea mantener el tipo de cambio estable, por ello se gana en credibilidad.

1.3 Desventajas de la libre movilidad de capitales

Todas estas bondades de la libre movilidad del capital tienen, sin embargo, que ser relativizadas, pues cada una de ellas cuenta con argumentos en contra.

⁶ Una explicación amplia del enfoque monetario de la balanza de pagos se encuentra en Gutiérrez Manuel, 1976, y una explicación concisa aunque menos desarrollada en Villarreal, René. 1983.

1) Si bien es factible que la libre movilidad de capital contribuya a asignar más eficientemente los recursos, ello implica que los mercados financieros sean eficientes, esto es, que determinen los precios de los activos financieros correctamente en el largo plazo, pues estos precios son la información fundamental para la toma de decisiones sobre la asignación de capital por medio de los sistemas financieros. En este sentido, existen muchas dudas acerca de que los mercados financieros y de valores en economías en desarrollo sean eficientes en la determinación de precios; más bien, estos mercados se caracterizan por su propensión a la volatilidad y la especulación. Esto es, los precios de los instrumentos financieros cambian abruptamente en el corto plazo y producen pérdidas y ganancias muy grandes.

La volatilidad, y la consiguiente especulación, puede llevar a que la asignación de recursos sea inadecuada, fenómeno que se acrecentará a medida que los capitales se destinen más a operaciones únicamente financieras en oposición a la inversión productiva. Esto último puede ser incluso el principio de una crisis financiera.

2) En los planes de desarrollo generalmente se estipula que el ahorro externo debe ser complementario del ahorro interno, tanto público como privado; sin embargo, en la realidad no siempre ha sido de esa manera. En muchas ocasiones dentro de la realidad latinoamericana, el ahorro del exterior, ya sea deuda pública o privada, o inversión extranjera directa o de cartera, ha terminado por sustituir al ahorro interno, lo cual se ha convertido en una dependencia del exterior para realizar la inversión nacional y una fuente de inestabilidad y crisis, ya que cuando el ahorro externo deja de fluir no hay con que compensarlo, esa falta se traduce en crisis financiera y de balanza de pagos.

3) Aunque la libre movilidad del capital puede servir teóricamente para distribuir en el tiempo los costos de un ajuste, no es fácil determinar en primera instancia cuándo un desequilibrio es coyuntural o estructural; en este sentido, los inversionistas del exterior no transferirán tan fácilmente capital a una economía en desarrollo que haya sufrido un choque externo si no tienen claro las consecuencias de ese choque. Adicionalmente, si la

respuesta positiva de los mercados de capital no es inmediata, un desequilibrio coyuntural podría transformarse en estructural y requerir un ajuste de largo plazo.

Por otra parte, los inversionistas sólo trasladarían capital a una economía en desarrollo cuando ésta se encontrara en problemas, si van a recibir una remuneración relativamente alta, pues seguramente juzgarán arriesgado hacer préstamos a ese tipo de economías; ello implica mayor costo para el país con problemas, aunque éstos sean de coyuntura.

Puede ser más conveniente que en lugar de confiar en los inversionistas privados, dejar que el Fondo Monetario Internacional siga cumpliendo —pero con eficiencia— su papel como instituto financiero para desequilibrios coyunturales.

4) No hay duda que la diversificación reduce el riesgo o que maximiza el rendimiento a un nivel determinado de riesgo; pero este beneficio se concentra básicamente en los exportadores netos de capital, tanto empresas como países, por lo que no se apreciaría un avance en los países en desarrollo.

Además, las porciones de sus carteras que los grandes inversionistas destinan a países en desarrollo son mínimas, aunque representan gran cantidad de recursos para estos países. Esto conduce a que dichos inversionistas busquen especular en economías en desarrollo, buscando grandes ganancias de acuerdo con lo invertido, pero pocas pérdidas posibles dentro de su portafolios global.

Muchas de las crisis de los países en desarrollo en los últimos años estuvieron relacionadas con la alta exposición que tuvieron algunos inversionistas especulativos en esos mercados. Cuando presentían que iban a tener pérdidas o sabían que ya habían tenido ganancias muy grandes, optaban por abandonar el mercado, sumiendo al país en una crisis financiera.

5) Las menores tasas de interés que la libre movilidad de capital puede implicar para las empresas de países en desarrollo, con seguridad aumentarían su eficiencia, pero esto se basa en un supuesto que no siempre ha llegado a cumplirse: que la libre movilidad

de capital se traduzca en mayor competencia y que esa mayor competencia se manifieste en menores precios.

En realidad, en varios países la apertura de la cuenta de capitales y del sector financiero a la inversión del exterior no se ha reflejado en menores márgenes de intermediación, por el contrario, se han conformado mercados financieros claramente oligopólicos, donde las tasas de interés tanto pasivas como activas no se han realineado con las internacionales. Si bien es cierto que se puede apreciar cierta competencia entre los diversos bancos y grupos financieros, ésta casi no se da por precios, sino por diferenciación de productos, sorteos, servicios adicionales, acceso electrónico etc. A esto hay que añadir que, por ejemplo en México, la banca que es abrumadoramente extranjera no ha arriesgado sus recursos para otorgar crédito a la actividad productiva y, como sabemos, el producto más caro es el que no existe.

6) El argumento del aumento en la credibilidad de la autoridad monetaria debido a la libre movilidad de mercancías y de capital, y un tipo de cambio fijo puede resultar hasta contraproducente. Es verdad que la autoridad financiera en los países latinoamericanos perdió mucha credibilidad al permitir grandes episodios inflacionarios, pero si la solución que se vislumbra es impedir que esta autoridad pueda instrumentar una política monetaria, entonces parece un retroceso más que un avance.

Al impedir que se haga una política monetaria independiente, se está limitando al país en cuestión en sus instrumentos para lograr sus objetivos económicos; en cambio, se vincula a la política monetaria del país que emite la moneda con la cual se fija el tipo de cambio. Esto puede ser benéfico cuando la economía mundial se desempeña satisfactoriamente, pero esto no sucede todos los días. Puede ocurrir que al país menos desarrollado, que fijó su tipo de cambio y abrió toda su economía, no le convenga en determinadas circunstancias la política monetaria que se está instrumentando en el país con el cual ató su moneda; ello llevará con seguridad a

desequilibrios en precios o en empleo, dependiendo del tipo de política monetaria del país desarrollado.⁷

1.4 Diferentes tipos de capital

En realidad, los beneficios y riesgos de la libre movilidad del capital están también relacionados con la forma en que entran y salen los capitales de las diferentes economías en desarrollo. Si aceptamos que muchos de los países en el mundo requieren ahorro externo para complementar el interno, entonces es pertinente analizar qué tipo de capital es el que ha fluido a esas economías y qué beneficios o perjuicios puede acarrear; en principio, parece más deseable que el capital sea de largo plazo y no especulativo, de modo que ayude a el financiamiento de la formación de capital. No obstante, tampoco se puede prescindir del capital de corto plazo, pues éste es el tipo de capital que financia las exportaciones y las importaciones, y suele ser muy útil cuando es bien utilizado.

Estrictamente, las entradas de capital ocurren cuando los agentes internos o externos adquieren activos internos con activos extranjeros (Hoggarth y Sterne, 2002). Las clasificaciones internacionales comunes dividen los flujos de capitales en tres amplias categorías para su análisis: inversiones extranjeras directas (IED) son las que ocurren cuando un no residente adquiere una participación en una empresa interna (o cuando incrementa esa participación); inversiones de cartera, que incluyen compras de títulos y de participaciones en acciones; "otras inversiones", que son los flujos de capitales para adquirir instrumentos no comerciables (por ejemplo, préstamos y depósitos, créditos comerciales).

Los capitales destinados a inversiones productivas son preferibles generalmente a los que se utilizan en el consumo. Las IED pueden ser atractivas, puesto que suele asociarse la afluencia de capital financiero con la creación y nuevas

⁷ Valdría la pena evaluar por qué los partidarios del tipo de cambio fijo irreversible (Cajas de convertibilidad o dolarización) suponen que una política monetaria hecha por una potencia mundial si funciona para un país en desarrollo y por qué este no puede hacer una eficiente política monetaria.

plantas y maquinaria. Es más, con esas inversiones es probable que llegue también tecnología extranjera y capacidades de gestión, lo que promueve mayor productividad y el crecimiento del producto y, eventualmente, de las exportaciones. Este tipo de inversión no puede abandonar abruptamente la economía nacional. En contraste, las entradas de capital a corto plazo y algunas otras han estado más asociadas con un exceso de consumo, que si bien no es negativo necesariamente⁸, no tiene tantos efectos multiplicadores como la IED.

Sin embargo, existen argumentos para hacer relativo el beneficio de que este tipo de inversión directa aumentará el acervo de capital de la economía, ya que esto no siempre sucede:

- La IED, en algunas circunstancias, puede no ser más que un mero sustituto de inversión nacional, que de otro modo hubiera sido financiado localmente; en ese caso simplemente sustituye al ahorro interno.
- La IED incluye las compras de propiedad residencial; esto puede reflejarse en una alza de los precios de propiedad nacional, más bien que en la actividad económica.
- La IED puede constituir la adquisición de una firma nacional existente (por ejemplo, su privatización) y así no estar vinculada con formación inmediata de capital.

Por otra parte, bajo algunas circunstancias, la inversión de cartera o a corto plazo pueden ser la mejor forma de financiar los planes de inversión por parte de las empresas nacionales. Inclusive, las entradas de capital que financian el consumo pueden, en determinadas circunstancias constituir el curso óptimo a seguir para incrementar la utilidad económica en la economía.

⁸ Cuando los capitales que provienen del exterior se destinan, vía la intermediación financiera, fundamentalmente al consumo es cuando el ahorro del exterior sustituye en lugar de complementar el ahorro interno.

La IED, no obstante, no incrementa directamente la deuda extranjera. Así, para el país receptor, la IED tiene la ventaja sobre la deuda de que los pagos de dividendos (contrariamente al interés de la deuda) pueden caer si el proyecto fracasa. La otra cara de la moneda es que si los residentes internos cuentan con un proyecto del que se espera un elevado rendimiento, podrán tal vez retener una cantidad mayor de utilidades si emiten bonos o toman prestado de los bancos. Es así, porque los reembolsos sobre bonos son menos contingentes en su desempeño que los reembolsos sobre acciones (es decir, dividendos).

A las autoridades financieras de un país les preocupa generalmente que los flujos de capital debieran ser de un tipo que no fuera susceptible de abandonar la economía a causa de un repentino cambio de percepciones, aunque dicho cambio esté fundamentado o no en la realidad. En el momento de invertir en una economía, los inversionistas extranjeros directos generalmente serán proclives a involucrarse a largo plazo en la economía, por lo menos en mayor medida que los inversores en depósitos bancarios a corto plazo o en bonos gubernamentales.

Estos últimos en realidad están más ligados a las ganancias que se pueden lograr en el mercado financiero y no en la productividad de una economía, por lo que no les importa aportar algo al incremento de dicha productividad.

1.5 Movilidad de capital y crisis financiera

Como se comentó al principio del capítulo, los movimientos de capital han estado relacionados íntimamente con las crisis de los últimos años, éstas aparecen cuando los capitales internacionales (acompañados por los nacionales frecuentemente) se retiran abruptamente de las economías que habían sido foco de atracción para ellos. Esto acarrea devaluaciones, caída en el producto, desempleo, incremento en tasas de interés y en precios entre otros efectos.⁹

⁹ La explicación de las causas de las crisis financieras y monetarias tiene un interesante evolución entre académicos de prestigio; de hecho se habla de tres generaciones de crisis. Hay consenso en que la explicación de las crisis de primera generación está fundada en Krugman (1979); también hay consenso

De acuerdo con Stiglitz (2002), la liberalización de los mercados de capitales fue la reforma basada en el Consenso de Washington que provocó los efectos más adversos en las economías de América Latina. Según él, los modelos económicos simples postulaban que los países en desarrollo eran iguales a los países desarrollados, salvo en cuanto a que tenían pocos recursos y sobre todo menos capital. Esta perspectiva del desarrollo indujo a los países atrasados a creer que si lograban obtener más capital, podrían crecer con mayor rapidez. Si no podían generar ahorro internamente (como habían podido hacerlo con tanto éxito los países de Asia oriental, con una fuerte intervención del gobierno), entonces tendrían que recurrir al exterior.

El argumento era sencillo: siempre que el rendimiento superara la tasa de interés que se pagaba, la inversión era buena para la economía; el préstamo podría pagarse fácilmente, y el remanente de la ganancia beneficiaría al país receptor del capital. No importaba mucho si el capital era de corto o de largo plazo.

La escasez de capital significaba que el rendimiento del capital debía ser mayor en los países en desarrollo que en los países desarrollados, y al liberalizar los mercados de capitales habría un flujo constante de capital de los países más desarrollados a los de menos desarrollo. Ambos grupos saldrían beneficiados: los países desarrollados debido al mayor rendimiento del capital, y los países en menos desarrollo merced a la entrada de un mayor volumen de capital, que redundaría en mayor productividad y salarios más altos. Los partidarios de la liberalización de los mercados de capital argumentaron adicionalmente que habría una mayor estabilidad; en períodos de contracción, los países en desarrollo podrían pedir préstamos en el exterior para fortalecer sus economías.

En realidad, ya es muy claro que las corrientes de capital de corto plazo son sumamente volátiles; en lugar de amortiguar la volatilidad económica, como pensaban algunos, contribuyeron en gran medida a producirla, e incluso cuando no eran los

en que la segunda generación de crisis se basa en los estudios de Obstfeld (1986); sin embargo, la explicación de las crisis de tercera generación se encuentra a debate (ver Krugman, 2001; Eichengreen 1999 entre otros).

factores causantes de ese problema, acrecentaron la magnitud de las fluctuaciones. Estas corrientes de capital son, en particular, altamente procíclicas. Entran en un país cuando todo marcha bien, y salen cuando las cosas andan mal. Los financieros sólo son “amigos” en tiempos de bonanza: curiosamente están dispuestos a prestar cuando los países no necesitan dinero. Y los países en desarrollo aceptaron acríticamente los préstamos. Una enseñanza en las crisis financieras ha sido que cuando las cosas se ponen difíciles, los bancos exigen la devolución de su dinero.

En América Latina ya se conocía esto desde 20 años atrás, cuando al entrar en recesión, los prestamistas no sólo se negaron a conceder más créditos, sino que pidieron la devolución de los que habían otorgado, a pesar de estar vigentes. Además, si bien se suponía que los acreedores internacionales públicos tenían el deber de ayudar a los países en épocas de necesidad, con frecuencia sólo sirvieron para profundizar los problemas. Generalmente, en esos períodos de crisis, cuando los países están en una situación desesperada, los inversionistas del exterior lo único que se plantean es cuánto dinero les devolverán; resulta obvio decir que los inversionistas pertenecen a países industrializados. En realidad hubo una corriente neta de capital que salió de la región.

La disposición por parte de los países en desarrollo a contraer préstamos con una financiación de corto plazo fue claramente equivocada. No se puede invertir en el largo plazo (en activos físicos como fábricas) con dinero que puede entrar o salir del país en cualquier momento, y no se puede hacer eso porque se corre un riesgo muy alto. La prudencia aconseja a los países en estas épocas de gran movilidad de capital, mantener reservas por un monto proporcional (relativamente alto) al de sus deudas de corto plazo en moneda extranjera. Esas reservas si bien generan un rendimiento, éste es inferior al que se paga por obtenerlas, por lo que la situación financiera del país en conjunto empeora.

No hay duda de que cuando entra capital en un país los beneficios inmediatos son evidentes. Pero también resulta hoy obvio que las ventajas que obtienen los países

no compensan las pérdidas que sufren en caso de crisis, esas crisis que han ocurrido con tanta frecuencia y regularidad, y cuyos efectos negativos han sido particularmente profundos en América Latina. Adicionalmente, el costo de las crisis ha ido subiendo con el tiempo, no sólo porque ha aumentado el número de acreedores y eso hace más difícil solucionar los problemas en forma ordenada, sino también porque la combinación de acreedores nacionales y extranjeros, incluidas las instituciones financieras nacionales, y la coexistencia de deudas en dólares y en moneda nacional, además de tener de difícil solución en lo que respecta al trato equitativo, hacen recaer los efectos adversos de las crisis en las instituciones financieras nacionales, y finalmente en los contribuyentes y habitantes en general del país que sufrió la crisis, aunque éstos no tengan responsabilidad alguna.

No obstante los beneficios de largo plazo que se auguraban por la globalización financiera, los costos de las crisis financieras de los últimos son una clara muestra de que no existen los mecanismos adecuados para aprovechar las ventajas de la globalización. En este sentido, el crecimiento de los flujos de capital rebasó la capacidad de las instituciones y las políticas económicas para asimilarlo.

Existen varios factores que están detrás del crecimiento de los flujos de capital. En primer término, una gran cantidad de países ha optado por abrir sus mercados financieros, lo mismo países desarrollados que en vías de desarrollo y la apertura ha sido al interior de cada sistema financiero y con respecto al exterior.

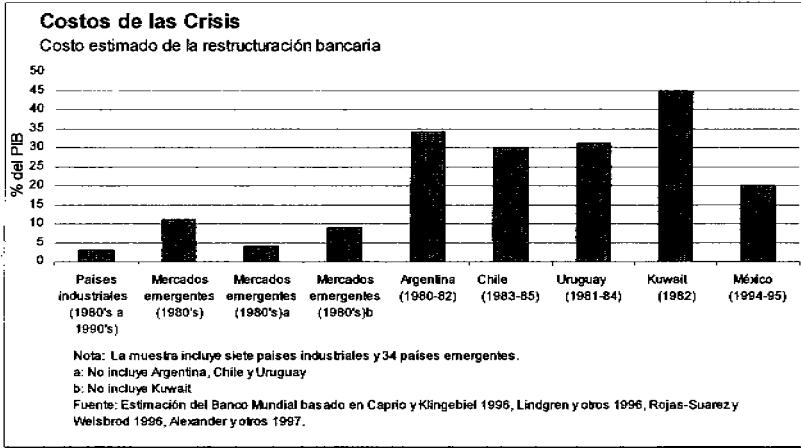
Además de liberalización financiera, varios países en desarrollo han impulsado programas de estabilización y otras reformas estructurales (privatizaciones, desregulación, liberalización comercial, etc.) con lo que se crearon aparentemente grandes oportunidades de inversión que sirvieron como imán para los capitales internacionales.

Simultáneamente, las innovaciones financieras y el avance tecnológico surgidos fundamentalmente en los países desarrollados, han propiciado que las oportunidades de inversión en diferentes naciones sean más accesibles a una mayor cantidad de inversionistas.

Aunque las crisis financieras datan de varios siglos atrás, en los últimos años se han vuelto más frecuentes, coincidiendo con las liberalizaciones financieras y el crecimiento de los flujos de capital. Una vez que los flujos de capitales reiniciaron su crecimiento después de la crisis de la deuda en los años ochenta, se han presentado al menos tres eventos de crisis en diferentes regiones del planeta.

En 1992 se presentó en Europa cuando la Libra Esterlina¹⁰ y la Lira italiana sufrieron ataques especulativos que obligó a los respectivos gobiernos a apartarse del mecanismo de tipo de cambio del Sistema Monetario Europeo (SME) y dejar flotar sus monedas. También Suecia, que no estaba dentro del mecanismo pero que mantenía una paridad fija con las monedas europeas, tuvo que dejar flotar su moneda. Una serie de devaluaciones posteriores llevó a que el mecanismo de tipo de cambio del SME ampliara sus bandas de fluctuación en el verano de 1993 para poder enfrentar los ataques especulativos.

¹⁰ Después de gastar cerca de 30, 000 millones de dólares en unos cuantos días para tratar de mantener el valor de su moneda, los británicos abandonaron el SME en septiembre de 1992 y dejaron flotar la Libra (Krugman, 1994).



A finales de 1995 la devaluación del peso mexicano dio paso al llamado efecto tequila, es decir, a una segunda oleada de crisis financieras, esta vez en América Latina, donde varios países sufrieron inmediatamente ataques a sus monedas, aun y cuando no tenían estrechas relaciones comerciales o financieras con el país donde se originó la crisis.

La tercera ola de crisis se sufrió en Asia, se precipitó por la devaluación del bath tailandés y se expandió rápidamente a Rusia e inclusive a América Latina, donde Brasil la padeció de manera muy seria, pero el impacto más fuerte parece haber sido hacia Argentina, país que a pesar de que apuntaba a una recuperación, en verdad no se pudo sobreponer a los efectos colaterales de esa crisis y terminó por abandonar su arreglo monetario.

Son varios los elementos comunes en los tres episodios, mismos que han influido de manera determinante en las propuestas sobre la necesidad de una nueva arquitectura del sistema financiero internacional. Entre esos elementos destacan:

- a) haber emprendido una liberalización del sector financiero —que incluía liberación de transacciones de capital y eliminación de controles de capital— poco antes de las crisis¹¹;
- b) políticas de tipo de cambio fijo o semifijo que ayudaron a contener la inflación y contribuyeron a la estabilización pero desatendieron la apreciación real del tipo de cambio;
- c) un efecto contagio, dado que la crisis empezó en un país determinado y rápidamente desbordó sus fronteras;
- d) las crisis de los años noventa del siglo pasado se manifestaron en un principio como crisis monetarias, pero están claramente asociadas con crisis financieras y especialmente bancarias;¹²
- e) sobreendeudamiento público o privado y;
- f) grandes volúmenes de flujos de capital privado al propio sector privado interno.

Todas las crisis tienen en común, especialmente, ataques especulativos sobre la moneda nacional que se manifestaron en compra de moneda extranjera y salida de capitales. Las crisis financieras han sido, sin embargo, más comunes y más costosa para países en desarrollo y han tomado la forma de crisis gemelas, es decir, crisis monetaria y financiera¹³ (Banco Mundial, 1999).

¹¹ Italia y Francia habían completado su liberalización de movimientos de capital sólo unos años antes de la crisis; México había emprendido una reforma desde 1998 que progresivamente liberalizó gran parte de la cuenta de capitales. Muchas de las economías asiáticas estaban en proceso de liberalización nacional e internacional desde principios de la década de los noventa. (Gobierno de los Estados Unidos, 1999, Krugman 1996).

¹² Los vínculos de causalidad entre crisis financieras y crisis monetarias son muy complejos y a la vez recíprocos. La debilidad de un sistema financiero puede contribuir a la crisis monetaria, y esta última agudiza una crisis financiera mediante el crecimiento de la deuda y las tasas de interés.

¹³ Cabe recordar que las crisis monetarias son usualmente ataques a monedas nacionales que finalizan con una disminución considerable del valor de dicha moneda, aunque se pueden incluir ataques especulativos que son enfrentados exitosamente por la autoridad correspondiente, aunque con grandes

Incluso, en la actualidad, directivos del propio Fondo Monetario Internacional, promotor indudable de la libre movilidad del capital, coincide en que si bien en los países donde se suscitaron crisis financieras había condiciones para que éstas estallaran; el detonante fue la salida de capitales. Sostienen (Mussa, Swoboda, et al, 1999) que la salida de los capitales ha tenido las características tradicionales de los pánicos financieros: los inversionistas se retiraron porque otros lo hacían y esa era la forma lógica de evitar más pérdidas. Por ello, las crisis se propagan rápidamente a países y regiones distantes, sin vínculos comerciales importantes con los países donde se originó. El contagio, aseguran, afectó incluso a países con economías sólidas en sus aspectos fundamentales y que tenían poco en común con los países donde se desataron las crisis.

1.6 Movilidad de capitales y política monetaria

La liberalización acelerada de las economías, tanto en los mercados de bienes y servicios, como en la cuenta de capitales, ha mermado sustancialmente la efectividad de la política monetaria, esto especialmente en economías emergentes y en países en vías de desarrollo en general. Estas limitaciones han llevado a que la meta de la política monetaria en gran parte del mundo se centre en la contención de la inflación, dejando en un segundo término mitigar los ciclos económicos.

Las entradas y salidas de capital fundamentalmente de corto plazo, aceleradas por la innovación tecnológica que ha acompañado a los procesos financieros recientes, así como las políticas monetarias de los bancos centrales de los países más desarrollados, que están claramente más preocupados por los objetivos internos que por el equilibrio en el exterior, han ocasionado que las autoridades monetarias del resto del mundo se vean cada vez más limitadas en el uso de los instrumentos a su alcance, por lo que han tenido que aplicar medidas que no siempre son las más adecuadas para el crecimiento y desarrollo de esas naciones.

costos en otras áreas, como Argentina 1995 y 1999, aunque al final no pudo resistir. Una crisis financiera ocurre cuando el sistema financiero se vuelve ilíquido o insolvente. Una crisis bancaria es más específica, y se refiere cuando por corridas o eventos similares se tiene que cerrar, fusionar absorber o ayudar con fondos públicos en grandes magnitudes a una o varias instituciones bancarias. (BM, 1999).

Adicionalmente, la historia reciente de muchos países en desarrollo en cuanto a inflación y paridad cambiaria ha sido poco satisfactoria, por lo que se ha cuestionado fuertemente la política monetaria e, inclusive, la existencia misma del banco central.

En efecto, la globalización en el ámbito financiero implica para la autoridad monetaria una dificultad enorme para determinar y conseguir sus objetivos. De acuerdo con los esquemas basados en el modelo Mundell Fleming,¹⁴ la movilidad de capitales juega un papel central para determinar los instrumentos y medidas de la política monetaria.

De esta manera, dichas autoridades tienen que elegir entre una política monetaria que atienda a la estabilidad del tipo de cambio como objetivo prioritario, o que busque controlar la cantidad de dinero circulante, esto es, la oferta monetaria en la economía. Esta decisión no es menor y, por supuesto, implica algunos factores en contra y otros a favor para cada una de esas dos opciones.

En este sentido, no existe un régimen cambiario que pueda considerarse apropiado para todos los países. La selección del esquema dentro del cual debe implementarse la política cambiaria depende de un sinnúmero de factores, tales como la apertura de la economía al comercio exterior, su inserción a los mercados internacionales de capital, la credibilidad de que gozan sus autoridades monetarias, etc. Es también de esperarse que el régimen cambiario idóneo para un país varíe con el curso del tiempo. La experiencia internacional desde las reuniones de Bretton Woods parece una clara prueba de ello.

1.6.1 Política monetaria con tipo de cambio fijo

En un régimen de tipo de cambio fijo, que fue la forma dominante en la mayor parte del siglo pasado, la autoridad monetaria fija el precio de la moneda nacional respecto de una extranjera. Para sostener esa paridad, el banco central se compromete a comprar y vender, según sea el caso, moneda extranjera al precio fijado. El patrón

¹⁴ Mundell recibió el premio Nobel de economía en 1999, en parte por su aporte sobre la política monetaria, el tipo de cambio y los movimientos de capital.

oro es el sistema de tipos de cambio más claro: la autoridad monetaria de cada país se comprometió a fijar el precio de una onza de oro en su moneda nacional; como cada moneda tenía su valor fijo respecto del oro, cada moneda tenía valor fijo respecto de cualquier otra moneda.

Cuando la fijación es unilateral (un país sólo decide fijar el precio de su moneda, independientemente del parecer del otro), es responsabilidad del país que lo fijó mantener la paridad; para ello se requiere contar con volumen suficientemente grande de reservas internacionales.

Bajo este régimen cambiario y con amplia movilidad del capital, el banco central no puede determinar de manera definitiva la oferta monetaria (sólo puede afectarla en el corto plazo). El intento por aumentar la cantidad de dinero, ya sea mediante operaciones de mercado abierto o cualquier otro instrumento, produce una disminución temporal en la tasa de interés, este hecho estimula la salida de capitales, para que ello pueda realizarse es necesario adquirir la moneda extranjera, lo que significa la venta y, por tanto, la reducción de las reservas internacionales.¹⁵

Dicha disminución de esas reservas implica que el banco central las venda y reciba a cambio de ellas moneda nacional, con lo cual se reduce de nuevo la oferta monetaria (vía multiplicador monetario) y se vuelve a elevar la tasa de interés.

Así, bajo tipo de cambio fijo, los intentos de la autoridad central por afectar las tasas de interés a través de la modificación de la oferta monetaria, esto mediante aumento o disminución de la base monetaria, se traduce en una pérdida de reservas internacionales; de ello se deduce que la cantidad de dinero es "endógena" (Sachs y Larraín, 1994).

Estos resultados ciertamente pobres de la política monetaria con tipo de cambio fijo y libre movilidad de capital se pueden ver fortalecidos si no hay perfecta

¹⁵ Esto supone que la moneda nacional es de libre convertibilidad, es decir, que los agentes económicos pueden cambiar moneda nacional por moneda extranjera al tipo de cambio fijado sin restricciones en general.

movilidad de capital. La imperfección en la libre movilidad del capital se puede manifestar en que los inversionistas no pueden cambiar sus inversiones en moneda nacional por moneda extranjera o no pueden sacar sus recursos, tal vez por que la moneda no es completamente convertible o porque haya barreras legales a la salida del capital.

En este caso, la operación de mercado abierto induce una disminución en las tasas de interés y, aunque los inversionistas tienen incentivos para sacar su capital no lo pueden hacer, por lo menos rápidamente. Así, la reducción de la tasa de interés es un poco más duradera, lo que de acuerdo con la teoría convencional tiende a elevar la inversión y el consumo, disminuir el ahorro y presionar a la cuenta corriente hacia el déficit.

No obstante, tarde o temprano el banco central tendrá que vender reservas internacionales, ya sea para atender la demanda de ellas por el deseo de hacer importaciones, ya sea porque la salida de capitales no está totalmente prohibida sino reglamentada, lo que normalmente sólo retrasa la salida.

Al perder reservas internacionales, el banco central recupera el dinero que puso en circulación con las operaciones de mercado abierto, se reduce la oferta monetaria y las tasas de interés vuelven a subir.

De lo anterior, se desprende que la movilidad imperfecta de capitales otorga al país una cierta libertad temporal para alterar la tasa de interés y mantener fijo su tipo de cambio. Es decir, en estas circunstancias la política monetaria es un poco más útil.

1.6.2 Política monetaria con tipo de cambio flotante

En un régimen cambiario del tipo flotante (completamente libre), el banco central del país que lo adopta no adquiere ningún compromiso directo con el precio de la moneda nacional respecto de una o varias del exterior. En este caso, el banco central no interviene en el mercado de cambios para comprar o vender moneda

extranjera; por ello, teóricamente no requiere de acumular reservas internacionales, por lo que sus activos estarán fundamentalmente compuestos por crédito interno.

Bajo esta política cambiaria, las fluctuaciones en la oferta y demanda de dinero son absorbidas por el tipo de cambio. Esto es, si la autoridad monetaria decide aumentar la base monetaria para que su efecto sobre la oferta de medios de pago reduzca la tasa de interés, la consecuente salida de capitales se traducirá en una depreciación de la moneda nacional, en virtud de que la demanda de moneda extranjera para sacar los capitales no será atendida por el banco central, pues éste en realidad no tiene reservas internacionales y debe dejar flotar el tipo de cambio.

La depreciación de la moneda nacional incrementa la demanda de exportaciones, inhibe la de importaciones, lo que representa un estímulo a la producción nacional.¹⁶ De esta forma, la política monetaria sí resulta útil para tratar de conducir a la economía evitando grandes fluctuaciones en el nivel de ingreso y gasto.

Con una política cambiaria de flotación libre, pero con movilidad de capitales imperfecta, la depreciación de la moneda, ante el aumento de la oferta monetaria, es más lenta. En este caso, la salida de divisas es también por operaciones de importación de mercancías y servicios, pero si de plano no hay posibilidad de fuga de capitales, la cuenta corriente siempre estará en equilibrio.

El problema central del tipo de cambio completamente libre es que una política monetaria expansiva, por ejemplo, puede provocar que la moneda nacional se deprecie más de lo que técnicamente debería de hacerlo (es decir, de acuerdo con el monto del incremento en la oferta monetaria); esto suele suceder cuando las expectativas de los agentes económicos los llevan a demandas excesivas de moneda extranjera. El sobreajuste del tipo de cambio ("overshooting o desbordamiento" Dornbusch, 1981) implicará un encarecimiento exagerado de las importaciones, lo que en los tiempos

¹⁶ En el esquema IS-LM, la depreciación mueve la curva IS a la derecha, con lo que aumenta la actividad económica y la tasa de interés vuelve a subir a su nivel original.

actuales suele ser una gran problema, específicamente para países que, como México, son grandes importadores de bienes intermedios y de capital.¹⁷

1.6.3 El triángulo imposible

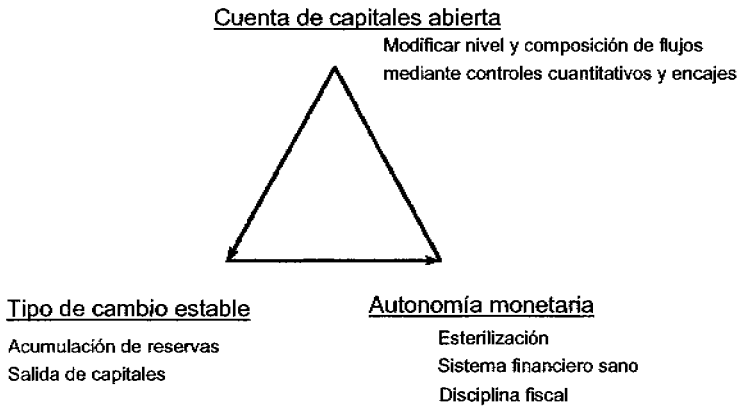
El manejo del tipo de cambio puede significar una limitante para la política monetaria. Se tiene escepticismo respecto del tipo de cambio flotante porque algunos de los países que lo han adoptado han tenido autoridades propensas a intervenir y a mover las tasas de interés locales para prevenir que el tipo de cambio se mueva drásticamente en respuesta a perturbaciones, en ese sentido en realidad no gozan de independencia monetaria.

Como se desprende de lo que señalamos anteriormente, entre más abiertos y competidos estén los mercados financieros y la economía en su conjunto, más rápido se transmite la acción de la política monetaria, la apertura irrestricta de la cuenta de capital, por lo tanto, también es una limitante para dicha política monetaria, especialmente en economías en desarrollo, pues ésta tendrá que actuar en consonancia con la política monetaria del país dominante. Así, una variación en las tasas internacionales de interés implica una variación en el mismo sentido (aunque en diferente proporción) en las tasas de los países en desarrollo, lo cual frecuentemente va en contra de sus necesidades en materia de actividad económica, empleo y precios.

Respecto del tipo de cambio fijo, en muchas partes del mundo se tienen amargas experiencias porque en principio no puede mantenerse para siempre, y cuando se modifica, la devaluación suele ser enorme, con costos sociales y políticos también de gran proporción. Aún más, hay coincidencia en que uno de los factores que influyó de manera determinante en las crisis financieras de la década pasada fue la política de tipo de cambio fijo o semifijo, que impidió la correcta alineación de precios internacionales.

¹⁷ Aproximadamente 75% de las importaciones mexicanas en los últimos años se componen de bienes intermedios y de capital, por lo su encarecimiento afectaría considerablemente la eficiencia de la planta productiva e, inclusive, podría tener efectos nocivos sobre el crecimiento de los precios.

En este sentido, es conveniente recordar el llamado “Trilema” (Krugman, 1999), que menciona y explica la imposibilidad de que pueda mantenerse un tipo de cambio prácticamente fijo, con libertad completa de movimiento de capitales y política monetaria independiente.



El problema central que enfrentan las autoridades en economías abiertas a los flujos de capital provenientes del exterior es que el grado de libertad con el que cuentan es muy limitado: las presiones provenientes del mercado de capitales generan, durante los periodos de bonanza, una presión hacia la reducción de las tasas de interés, a la revaluación o una combinación de ambas. El intento de las autoridades por contrarrestar la expansión del gasto con políticas monetarias contraccionistas no hace más que agudizar, en este caso, la tendencia de la revaluación por el aumento en las tasas de interés

De mantenerse la plena movilidad de los capitales, las autoridades tienen las dos opciones extremas de manejo cambiario. La primera es fijar el tipo de cambio para evitar las presiones hacia la revaluación, pero con ello, como se vio, renuncian al manejo monetario. La expresión más radical de este régimen es el sistema de convertibilidad al estilo del que fracasó a la larga en Argentina. Esto equivale a

renunciar a contrarrestar las tendencias expansionistas del gasto durante los periodos de bonanza con medidas monetarias contraccionistas.

La segunda opción es mantener el manejo monetario pero renunciar al manejo cambiario, dejando flotar el tipo de cambio. En lo que respecta al manejo de las bonanzas, esto implica que se podrían adoptar políticas monetarias contraccionistas, pero a costa de inducir, a través de las tasas de interés internas más altas, una mayor entrada de capitales, por ende, una mayor revaluación. Si existen imperfecciones en el mercado de capitales, las autoridades pueden jugar de alguna manera con ellas para lograr parcialmente el objetivo.

Si se quiere hacer una política monetaria independiente se requiere tener tipo de cambio flotante (poco estable) para conservar la libertad absoluta en el movimiento de capitales; si se quiere mantener muy estable el tipo de cambio y hacer política monetaria independiente, entonces se tendrá que limitar la movilidad del capital.

A manera de conclusión de este marco de referencia sobre los flujos de capitales se puede decir que, si bien ofrecen oportunidades para mejorar el desempeño económico de los países, también entrañan grandes riesgos; por lo que el gran desafío es encontrar la fórmula para aprovechar su potencialidad sin incurrir en grandes costos cuando las cosas no funcionen correctamente.

Capítulo 2. El sistema financiero internacional: volatilidad y crisis

2.1 Evolución del sistema financiero internacional

El actual auge de los movimientos de capital no es nuevo, la expansión del comercio internacional en el siglo XIX y comienzos del XX estuvo acompañada del auge de las finanzas internacionales, donde el patrón oro se consolidó como sistema de pagos internacionales y de regulación macroeconómica (Villar Gómez, 2000).

El desarrollo de un sistema de instrumentos de financiamiento y pago de transacciones comerciales (letras de cambio y similares) y una red internacional de sucursales de los grandes bancos fue un complemento necesario de dicha expansión. El desarrollo de mecanismos de financiamiento de largo plazo fue un proceso paralelo, que abarcó tanto la emisión de bonos de deuda pública como instrumentos de financiamiento privado, entre los que ocupaba un lugar importante la emisión de acciones en los principales centros financieros para la ejecución de proyectos de infraestructura, especialmente todo ferroviaria y minera.

Estas modalidades de financiamiento privado implicaban la creación de empresas que, si bien manejaban capitales en un centro financiero internacional, operaban fuera de sus fronteras. La aparición de las primeras transnacionales, especialmente las dedicadas a la explotación de recursos naturales, fue algo más tardía pero dinámica y ya a comienzos del siglo XX eran parte esencial del escenario internacional. (CEPAL, 2002)

El patrón oro se consolidó en los últimos tres decenios del siglo XIX sobre la base de los sistemas monetarios preexistentes, basados en otros metales, mediante un proceso de integración voluntaria. El elemento esencial de la expansión de la base monetaria fue la moneda fiduciaria emitida por bancos centrales, por lo general privados o con una gran participación en sus orígenes de agentes privados, que adquirieron el monopolio de emisión (en algunos casos, después de un período de libre

emisión de billetes) a cambio de la prestación de ciertos servicios al Estado. Se trataba, por lo tanto, de un sistema de papel moneda convertible respaldado sólo parcialmente por reservas de oro y, a medida que se alejaba de los centros financieros, también por divisas, es decir, por la moneda emitida por dichos centros; para que el sistema mantuviera su estabilidad, era imprescindible un firme compromiso con la convertibilidad de las monedas en oro, para evitar una posible corrida contra las reservas del banco central, que serían evidentemente insuficientes. A éste se sumaba un sistema bancario con reservas (encajes) legales que sólo daban respaldo parcial a los depósitos, y a los billetes en los países y las épocas en los que regía la libre estipulación. Esta segunda característica podía plantear el peligro de una crisis financiera nacional, cuando los problemas de una entidad despertaban desconfianza en otras, e incluso en todo el sistema bancario.

Los efectos sistémicos de este "contagio" de desconfianza condujeron a la asignación tardía de otra función a los bancos centrales: la de prestamistas de última instancia de la banca comercial (Eichengreen, 1996).

Para conservar la confianza en la convertibilidad, las reglas del patrón oro imponían un manejo macroeconómico procíclico durante las crisis: ante un desajuste en los pagos internacionales, los bancos centrales debían reaccionar elevando la tasa interés, para crear una presión contraccionista; si el desequilibrio perduraba, la salida de oro erosionaba la base monetaria, lo que debía traducirse en una reducción de la cantidad de dinero y, por ende, de la demanda; por último, los déficit fiscales estaban limitados por el financiamiento disponible y, en consecuencia, ante la contracción del financiamiento y la probable reducción de la recaudación tributaria, los gobiernos debían adoptar políticas de austeridad en los períodos de crisis.

Este sistema funcionaba en forma asimétrica, en desmedro de los países de la periferia, que eran a la vez exportadores de materias primas, cuyos precios tendían a bajar durante las crisis, y de importadores de capital, que fluía en forma procíclica hacia ellos. Las fuertes presiones generadas por este mecanismo explican los frecuentes

episodios de inconvertibilidad en los países de la periferia, entre otros varios latinoamericanos, durante las crisis de fines del siglo XIX y comienzos del XX.

Los mismos países europeos abandonaron en bloque el patrón oro durante la primera guerra mundial. Su restablecimiento fue difícil en la década de 1920 y, finalmente, fue abandonado durante la depresión de los años treinta. La doble tensión provocada, por una parte, por el conflicto entre las políticas de austeridad y la presión social que enfrentaban los países durante las crisis, y, por otra, entre las funciones de regulación monetaria y las de prestamistas de última instancia de los bancos centrales, terminó por sepultar este sistema en los países desarrollados (Cohen, B. 1984).

La desaparición del patrón oro fue seguida de una verdadera anarquía macroeconómica internacional, cuyos elementos esenciales fueron la inestabilidad de los tipos de cambio y, sobre todo, los controles de cambios generalizados y discriminatorios. A esto debe agregarse el derrumbe del financiamiento internacional. La primera guerra mundial había dado un impulso a Nueva York como nuevo centro financiero internacional. El auge que se produjo allí en la década de 1920 y su posterior colapso a partir de 1929, y las moratorias generalizadas que caracterizaron a la crisis de la década de 1930, dieron paso a la virtual desaparición del financiamiento internacional de largo plazo. A ello se sumarían posteriormente los efectos económicos de la segunda guerra mundial y, sobre todo, los acentuados desequilibrios estructurales entre Estados Unidos y Europa Occidental, que dieron origen a una "escasez de dólares" crónica. (Sardá, J. 1974).

Éste fue el contexto en el que se desplegaron los esfuerzos de cooperación internacional, que se canalizaron en dos direcciones a partir de los acuerdos de Bretton Woods adoptados en 1944. En primer lugar, a pesar del rechazo a las propuestas Keynes, se creó un nuevo sistema de regulación económica internacional cuyo objetivo era superar tanto los problemas generados por el patrón oro como los generados por su abandono. El nuevo sistema se estructuró sobre tres bases. La primera fue la adopción de un sistema de paridades fijas pero reajustables con respecto al estándar

internacional adoptado (dólar-oro, ya que se mantenía la paridad fija entre ambos). La segunda fue el financiamiento excepcional de los países que registraran un déficit en casos de crisis, a cambio de someterse a un ajuste, que podían incluir variaciones pequeñas en los tipos de cambio; el propósito de esta combinación entre ajuste y apoyo internacional era evitar que las crisis se extendieran por todo el mundo a través de la disminución de la demanda de importaciones, las devaluaciones excesivas y el mayor proteccionismo

Como consecuencia de lo anterior, la tercera base fue el retorno al principio de convertibilidad de las monedas, pero —y esto es importante—sin convertibilidad de capitales, por lo que el control de sus movimientos fue aceptado entonces como una práctica internacional válida.¹⁶ Este último aspecto le daba a la política monetaria mayor poder para buscar el pleno empleo.

Bajo este esquema, la banca oficial se encargó del financiamiento a largo plazo, (Banco Mundial, bancos regionales de desarrollo como el BID, y los bancos nacionales de exportación e importación). Aunque los bancos oficiales han tenido un papel esencial en el financiamiento del comercio, la banca privada continuó desempeñando esta función.

El reciclaje del excedente de dólares generados por los cónicos, déficit externos de Estados Unidos en los años sesenta —periodo de exceso de dólares—, y de los petrodólares en la década siguiente, proporcionó los recursos para una nueva fase de expansión del financiamiento privado internacional. Debido a la posición privilegiada que habían adquirido, los bancos privados desempeñaron un rol esencial en ese proceso.

Como es sabido, el excedente de dólares llevó a la quiebra a los acuerdos adoptados en Bretton Woods. El abandono de la paridad dólar-oro en 1971 y la flotación de las monedas más importantes dejaron obsoleto el primer elemento del

¹⁶ En los estatutos del FMI se estipula que los Estados miembros pueden tomar las medidas de control necesarias para reglamentar los movimientos internacionales de capital.

acuerdo y modificaron profundamente el tercero. Los principios no fueron una expresión de acuerdos internacionales explícitos, sino una consecuencia de los hechos, y ciertamente no fueron objeto de una negociación de amplio alcance, como la que tuvo lugar en Bretton Woods. (Block, L. F. 1980).

El primer principio fue sustituido por la autonomía de los países para decidir su política cambiaria. Los nuevos riesgos generados por la inestabilidad de los tipos de cambio llevaron a diversas posiciones. La Comunidad Europea intentó reducir las fluctuaciones entre las monedas de sus países miembros, para lo cual otorgó prioridad a la integración económica por sobre todos los demás objetivos.¹⁹ Los países en desarrollo adoptaron diversas estrategias, que implicaban la adopción como referente de una de las monedas más importantes, o en algunos casos una canasta de monedas.

La flotación de las monedas llevó a la "privatización del riesgo cambiario",²⁰ que impuso la necesidad de crear instrumentos financieros para cubrirlo y multiplicó las transacciones en divisas; es el despegue de los llamados productos derivados²¹.

La relación entre las operaciones en divisas y el valor del comercio internacional aumentó exponencialmente; de acuerdo con Eatwell y Taylor (2000): de ser 2 a 1 en 1973 pasó a 10 a 1 en 1980 y 70 a 1 en 1995. Esto, junto con el crecimiento de la banca internacional, condujo a la desaparición paulatina de la tercera base del acuerdo de Bretton Woods. En la práctica, la liberalización de los flujos de capitales se impuso

¹⁹ Esto dio comienzo a un largo proceso que se prolongó por un cuarto de siglo y culminó en la unión monetaria entre la mayoría de sus miembros, cuyo último paso fue la sustitución de las monedas nacionales por el euro el 1º de enero del 2002.

²⁰ Se le puede denominar de esta manera porque bajo este esquema los agentes privados tomaban el riesgo que antes asumía el banco central, que era el responsable de mantener la paridad con el oro y las otras divisas.

²¹ Los productos derivados son instrumentos financieros que basan su valor en un producto u otro instrumento financiero, sirven para administrar el riesgo de diversas operaciones financieras pero también son muy utilizados con fines especulativos. Su origen es muy antiguo, pero con la época de los tipos de cambio flotantes han tenido un gran desarrollo, especialmente como cobertura de riesgo (y especulación) ante posibles variaciones en los tipos de cambio. Ver Rodríguez de Castro, J. (1997)

en los países desarrollados, que fueron eliminando sus controles; algunos países en desarrollo adoptaron la misma orientación.

La liberación completa de la cuenta de capitales iba ser oficialmente aceptada en la reunión anual del Fondo Monetario que se celebró en Hong Kong en 1997, pero la formulación de este principio quedó postergado debido a las crisis financieras asiáticas. Ahora, el principio liberación total de la cuenta de capitales, ha sido sustituido por el de liberalización *gradual*, donde se incluye en esa gradualidad a los sectores financieros nacionales (CEPAL, 2002).

La segunda base del acuerdo de Bretton Woods también tuvo cambios sustanciales. Primero, la suspensión del financiamiento del FMI a los países desarrollados, que había sido muy importante hasta entonces; las operaciones del fondo pasaron a concentrarse en los países en desarrollo y especialmente en los países en los que podían generar contagio

Y segundo, por la demanda creciente de recursos, debida tanto al carácter estructural de algunos problemas de balanza de pagos (manifestados a partir de las alzas de los precios del petróleo y que se agudizaron durante la crisis de la deuda de los años ochenta), surgió la necesidad de disponer de mayores recursos por un lapso más prolongado, esto fue lo que condujo al establecimiento de las nuevas líneas de financiamiento del FMI en las últimas dos décadas del siglo XX.

En torno a estos cambios surgieron nuevas condiciones que en la práctica dieron origen a una nueva función, asumida conjuntamente por el Fondo Monetario y el Banco Mundial a partir de los años ochenta y que no estaba en los acuerdos de Bretton Woods: la promoción de la liberalización económica en el mundo en desarrollo, en el supuesto de que los problemas de ese momento se debían a una excesiva intervención estatal. Como en otros casos, esta modificación de las funciones de los organismos de Bretton Woods no fue el producto de una negociación explícita; como es obvio,

respondía a la evolución de las condiciones ideológicas y las relaciones de poder en el nivel mundial.²²

La internacionalización financiera hizo necesarios nuevos elementos para la regulación de instituciones financieras, por lo que se estableció en 1975 el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria del Banco de Pagos Internacionales (BIS).²³

Uno de los elementos de esta reforma, que ha recibido un gran respaldo en los últimos años por las constates crisis financieras, es la creación de un programa de fortalecimiento de los sistemas financieros de los países en desarrollo, que incluye la adopción de dichos estándares internacionales, y de principios para el manejo de las deudas externa y pública, así como de las reservas internacionales. Esta función de los organismos de Bretton Woods no ha sido claramente diferenciada de las que ejercen otras instituciones, sobre todo el Banco de Pagos Internacionales.

2.2 Los mercados financieros recientes: volatilidad y riesgo

De manera simultánea a los cambios macroeconómicos, se han dado enormes modificaciones dentro de los sistemas financieros de los países industrializados, iniciados en los años ochenta del siglo pasado. Este proceso incluye tres tendencias primordiales:

1) Concentración de los sectores financieros en países desarrollados. En los años noventa hubo un gran proceso de fusiones y adquisiciones entre las principales instituciones financieras del mundo. Por esto, el número de

²² En realidad, las bases filosóficas de este nuevo papel de los organismos financieros internacionales estuvieron dadas por el Consenso de Washington, como se mencionó en el capítulo anterior.

²³ "Los principios de regulación y supervisión bancaria" en 1988 fue el principal resultado de este esfuerzo. Desde finales del siglo pasado se han formulado propuestas de reforma, destinadas a adecuar estos estándares a la evolución de la industria bancaria mundial y a las deficiencias identificadas en el funcionamiento del sistema anterior. (BIS, 2003)

instituciones bancarias disminuyó en casi todos los países y la concentración tendió a aumentar.²⁴

2) Se ha verificado también un proceso generalizado de desintermediación bancaria, relacionado con la aparición de intermediarios financieros no bancarios, como los fondos de pensiones, los bancos de inversión y las compañías de seguros, entre otros. La competencia de estas entidades ha deteriorado el predominio de los bancos en la intermediación financiera internacional y ha obligado a los bancos tradicionales a transformarse en conglomerados que prestan un conjunto cada vez más amplio de servicios financieros; esto es, la consolidación de la banca universal. La frontera que divide las funciones bancarias y no bancarias es cada vez más tenue.

3) La desregulación de las actividades en los sectores financieros en los años ochenta y la eliminación de los controles de capitales en los países desarrollados, facilitaron la creciente participación y expansión de estas instituciones en los mercados financieros internacionales. Esto se tradujo en una ampliación significativa de los mercados secundarios de títulos de deuda. En estos mercados, al igual que en las bolsas de valores, la mayor participación de inversionistas institucionales y de muchos agentes individuales facilitó el proceso de bursatilización.²⁵

Esta expansión permitió, además, una mayor profundización financiera en los países desarrollados, lo que se manifiesta, entre otras cosas, en el volumen de bonos emitidos en los mercados de países desarrollados, encabezados por

²⁴ La mayor parte de las fusiones y adquisiciones corresponden a entidades bancarias; de hecho, éstas representan el 70% de las fusiones. Además, se ampliaron significativamente las iniciativas conjuntas y las alianzas estratégicas entre instituciones (CEPAL, 2004).

²⁵ La bursatilización es un proceso financiero mediante el cual algunos activos bancarios (usualmente contractuales como créditos hipotecarios) se consolidan y se venden en el mercado de valores. Para más detalles ver: Modigliani, et-al (1994) y Swary y Topf (1993).

Estados Unidos y Japón, que se duplicaron en la década de los noventa (también se extendieron a varios países latinoamericanos).²⁶

Todo esto explica la expansión de los mercados especializados en el manejo de determinados títulos, como los "bonos basura", los bonos emitidos por economías emergentes y la bursatilización de activos basados en acciones de empresas extranjeras, como los American Depositary Receipts (ADRs). Este fenómeno, unido a la privatización del riesgo cambiario, explica la demanda de instrumentos financieros derivados.²⁷

En las economías desarrolladas, estas tendencias han tenido efectos positivos y negativos. Como ya se ha visto, su efecto positivo ha sido la expansión significativa de las oportunidades de financiamiento de las empresas productivas, que ha beneficiado tanto a las empresas de alta tecnología como a las de tamaño medio. El efecto negativo ha sido la acentuación de la fragilidad financiera, que además no se rige por los mecanismos de regulación de las actividades bancarias clásicas. De hecho, las actividades más riesgosas y en las que se dan mayores niveles de apalancamiento, asociadas a los mercados de derivados, siguen al margen de los marcos regulatorios vigentes y aún no se han formulado propuestas de extensión de la normativa a este ámbito. Incluso en lo que respecta a los inversionistas institucionales, se observa un déficit regulatorio importante (D'Arista y Griffith-Jones, 2001).

La volatilidad de los mercados financieros tampoco es un fenómeno nuevo, pero se ha hecho un problema cotidiano. Su manifestación fundamental ha sido las crisis financieras, que caracterizaron al mundo desarrollado y a los países en desarrollo en los últimos treinta años del siglo pasado.

²⁶ El desarrollo de estos mercados también supuso una ampliación considerable de las funciones de las "agencias calificadoras", que proporcionan información a los inversionistas y que ahora son una exigencia para la calificación "grado de inversión" impuesta por algunos inversionistas institucionales.

²⁷ Los bonos basura o chatarra son bonos corporativos que, debido a su riesgo crediticio, no tienen una calificación suficientemente alta por parte de las agencias calificadoras, son bonos de alto rendimiento y mucho riesgo en tanto que los ADR's son recibos que amparan la adquisición de una acción comprada en una bolsa de valores extranjera (no de EUA) depositado con un custodio, por lo general un banco internacional de prestigio, ver Mansell (1992).

La falta de información fidedigna sobre el futuro es la "falla de mercado" esencial que explica dicha volatilidad. Los mercados dependen de los cambios de opiniones y expectativas que son muy cambiantes por la variación del nivel de incertidumbre. Esto se amplía debido al efecto de "contagio" de esas opiniones y expectativas de un mercado a otro, lo que puede llevar (y ha llevado) a que estallen crisis inclusive en algunas economías que no necesariamente tenían grandes desequilibrios.

Estas características de los mercados financieros han generado la volatilidad, que a su vez se agudiza por: a) la insuficiente regulación, que afecta tanto a las actividades bancarias como las de los inversionistas institucionales y agentes que operan en el mercado de derivados; b) los problemas de contagio provocados por las restricciones de liquidez que enfrentan en diversos mercados los inversionistas institucionales cuando, ante la baja del precio de cierto tipo de títulos, se ven obligados a vender otros para restituir su liquidez; c) la tendencia a evaluar el desempeño de los inversionistas institucionales en un contexto de corto plazo, es decir, más especulativo.

Las intervenciones estatales para corregir o disminuir las fallas de mercado suelen ser insuficientes y pueden dar origen a "fallas de gobierno" (Stiglitz, 2002). La regulación es una línea de acción importante, ya que se concentra en medidas preventivas de la asunción de riesgos excesivos por parte de los agentes. Sin embargo, siempre tiende a mostrar un rezago en relación con el del mercado, y las mismas regulaciones pueden estimular la elusión o evasión de las reglas, lo que se traducen en un menor control de riesgos.

Por las limitaciones de la supervisión, es necesario recurrir junto con ésta a otros instrumentos que modulen las variaciones en los flujos de capital. En tanto no queden estipuladas las bases para limitar a los especuladores, cada país tiene el derecho, especialmente los países en desarrollo, de manejar la convertibilidad de su moneda y las limitaciones a la cuenta corriente que más se apegue a sus objetivos.

La imposición de una condicionalidad por parte del FMI y del Banco Mundial para otorgar sus servicios, que implique la liberación absoluta de la entrada y salida de cualquier tipo de capitales, no es coherente con los efectos que esa libertad ha tenido para múltiples economías atrasadas (Ocampo, 1999).

2.3 Flujos de capitales hacia países en desarrollo

La evolución de los mercados financieros del mundo antes descrita ha implicado profundas transformaciones en los flujos de capital hacia los países en desarrollo, especialmente para América Latina.

El primer gran cambio es el contraste entre la caída del financiamiento oficial y el aumento de los flujos privados de capital, que también muestran mayor volatilidad. El financiamiento oficial tendió a reducirse (como proporción del PIB), especialmente en la década de 1990. No obstante, a diferencia de lo ocurrido con los flujos privados, el financiamiento oficial no ha sido procíclico, inclusive algunos de sus componentes han tenido un comportamiento anticíclico.

**AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: FUENTES DE FINANCIAMIENTO EXTERNO,
1990-2000**
(Flujos netos en millones de dólares)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000a/
Total (A+B+C+D)	43 887	43 793	41 255	69 120	63 117	102 056	93 076	99 969	94 881	95 173	69 151
A. Deuda											
Oficial b/	6 823	3 435	1 220	2 674	-1 301	9 307	-8 212	-4 447	9 125	2 275	-2 701
Bonos	101	4 133	4 738	20 922	14 306	11 793	29 764	10 562	18 306	19 067	10 965
Bancos comerciales c/	2 731	1 275	4 302	201	6 212	15 068	16 200	29 646	-7 994	-16 130	4 339
B. Inversión											
Directa	6 758	11 066	12 506	10 363	23 706	24 799	39 387	55 580	61 596	77 313	64 814
Accionaria	896	6 938	8 042	27 185	13 160	7 643	13 893	9 947	1 748	3 893	2 305
C. Donaciones d/	2 350	4 165	2 622	2 908	2 645	3 333	3 181	2 719	3 215	2 949	3 100
D. Fondos compensatorios e/	24 228	12 781	7 825	4 868	4 389	30 113	-1136	-4 038	8 885	5 806	-13 671

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales del Banco Mundial, del Fondo Monetario Internacional y del Banco de Pagos Internacionales.

a/ Estimaciones preliminares.

b/ Incluye financiamiento bilateral y multilateral, excepto préstamos del Fondo Monetario.

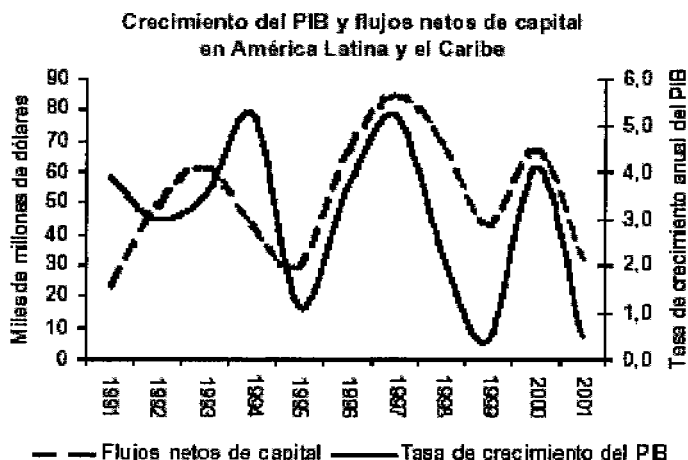
c/ Desde 1998 incluye flujos de corto plazo.

d/ Excepto cooperación técnica.

e/ Incluye préstamos y uso del crédito del Fondo Monetario y financiamiento excepcional. A comienzos del decenio de 1990, el financiamiento excepcional incluyó principalmente intereses mercosur; en cambio, en los últimos años incluye recursos de organismos multilaterales, aparte del Fondo Monetario y de gobiernos de países desarrollados.

El financiamiento externo privado tuvo fluctuaciones pronunciadas, producto de sus componentes más volátiles: los flujos de corto plazo y el financiamiento de largo plazo. Durante los años más críticos, tanto de la crisis de la deuda de los años ochenta como a partir de 1997, los flujos de corto plazo fueron negativos en ciertos períodos.

Por su parte, la inversión extranjera directa ha estado sujeta más bien a tendencias de largo plazo: un aumento en la década de 1980 y un auge notorio en la de 1990. Además, no se vio afectada por la serie de crisis que se inició en 1997.



A partir de la crisis asiática, los problemas en el financiamiento internacional han tenido distintas manifestaciones en períodos más breves: interrupciones periódicas y de duración variable del acceso al mercado, alzas simultáneas de los márgenes de riesgo y disminución de los plazos.

Estos fenómenos de corto plazo se suman a los de contagio, que afectan el acceso al financiamiento durante períodos relativamente prolongados. En ambos casos, la característica esencial del contagio es que suele afectar por igual a los países con buenos y malos fundamentos económicos, pero que “los inversionistas” clasifican en una misma categoría de riesgo.²⁸

El auge del financiamiento recibido por América Latina y el Caribe en la década de los setenta y su contracción posterior, fenómeno que se dio exclusivamente en esta región, tuvieron como eje el financiamiento bancario. Este tipo de financiamiento no se repitió en los años noventa, durante la cual tuvo una importancia mucho mayor el financiamiento de corto plazo. Sin duda, los dictados de Basilea cumplieron un papel

²⁸ Un caso notorio es el limitado acceso a los bancos privados que tuvo Colombia durante la crisis de la deuda, pese a sus bajos niveles de endeudamiento. Esto no es incompatible con una escala de valoración de riesgo, cuyas variables incluyan el acceso al financiamiento, las condiciones pertinentes, o ambos. (CEPAL 2002).

importante, puesto que se tradujeron en una preferencia por la concesión de créditos de corto plazo y de bajo riesgo.

En esos años, la región de Asia-Pacífico fue el centro del auge del crédito bancario de corto plazo y de su contracción posterior, mucho más severa y generalizada en el mundo en desarrollo que la crisis de la deuda en América Latina y el Caribe.

Como indicador de las tendencias a la desintermediación bancaria, el auge de 1990-1997 fue particularmente notorio en el mercado de bonos y en los flujos de cartera accionaria. Su desempeño durante la contracción del financiamiento en 1998-1999 fue muy heterogéneo en las distintas regiones, en comparación con los promedios alcanzados en 1990-1997: los primeros pasaron a ser negativos en Asia-Pacífico, pero aumentaron en América Latina y el Caribe y en Europa central, en tanto que con los flujos de cartera ocurrió lo contrario. La inversión extranjera directa ha mostrado una tendencia ascendente en todas las regiones, aun en los períodos de sequía en los mercados financieros.

El auge del financiamiento privado en los años noventa no se debió sólo a las transformaciones en la intermediación financiera, sino también a la política monetaria de Estados Unidos. Las bajas tasas de interés tuvieron mucha influencia en la orientación de los inversionistas hacia los mercados de economías emergentes

Por otra parte, los flujos privados se concentraron en la década de 1990 en los países de ingresos medios o economía emergentes. Por el contrario, la proporción de financiamiento privado destinado a los países de ingresos bajos ha sido inferior. Esta situación es aún más marcada en los casos de las emisiones de bonos, del financiamiento de la banca comercial y de los flujos de capital accionario, con la excepción de la India en este último.

FLUJO NETO DE RECURSOS, 1990-1999 (Promedios anuales, miles de millones de dólares y porcentajes)												
	Inversión directa		Inversión accionaria		Donaciones		Financiamiento bilateral		Financiamiento multilateral (excluido FMI)		Bonos	
	Monto	Porcentaje	Monto	Porcentaje	Monto	Porcentaje	Monto	Porcentaje	Monto	Porcentaje	Monto	Porcentaje
Países en desarrollo	103.7	100.0	27.7	100.0	29.8	100.0	4.1	100.0	15.8	100.0	30.6	100.0
Excluido China	75.4	72.7	24.8	89.4	29.5	99.0	2.6	62.4	13.9	88.0	29.4	96.0
Países de ingresos bajos	10.2	9.8	3.9	14.0	15.2	51.0	2.5	59.9	6.7	42.4	1.7	5.6
India	1.5	1.4	1.7	6.0	6.5	1.8	0.0	0.3	1.1	7.2	0.7	2.2
Otros países	8.7	8.4	2.2	8.0	14.7	49.2	2.5	59.6	5.6	35.2	1.0	3.4
China a/	28.3	27.3	2.9	10.6	0.3	1.0	1.6	37.6	1.9	12.0	1.2	4.0
Países de ingresos medios	65.2	62.8	20.7	74.6	14.3	48.0	0.1	2.5	7.2	45.6	27.7	90.4
Argentina	6.6	6.4	1.1	4.1	0.0	0.1	-0.2	-5.6	1.1	6.9	4.9	15.9
Brasil	10.9	10.5	2.8	10.1	0.1	0.2	-0.8	-20.4	0.6	4.0	2.6	8.5
México	8.2	7.9	3.8	13.5	0.0	0.1	-0.4	-9.7	0.5	3.3	4.2	13.7
Indonesia	2.1	2.0	1.6	5.9	0.3	0.9	1.3	32.1	0.6	3.8	0.9	2.8
República de Corea b/	2.6	2.5	3.7	13.5	0.0	0.0	0.4	9.2	0.8	5.1	4.9	15.9
Federación Rusa	1.8	1.7	0.8	2.7	0.8	2.7	1.1	27.0	0.7	4.3	1.6	5.4
Otros países	33.1	31.9	6.9	24.8	13.1	44.0	-1.2	-30.1	2.9	18.1	8.6	28.2

Fuente: CEPAL, 2002

La volatilidad de los flujos financieros privados y su notable concentración en países de ingresos medios han ido creando cuantiosas necesidades de financiamiento oficial excepcional, concentradas en unas pocas economías emergentes, debido a la magnitud de sus crisis financieras (Brasil, México y Corea, por ejemplo). Como consecuencia de ello, el financiamiento del Fondo Monetario ha mostrado una marcada trayectoria anticíclica y una concentración en un escaso número de países.²⁹

Cabe señalar que los programas de apoyo a los países más ricos dentro de los emergentes han sido objeto de fuertes críticas en los países desarrollados por sus efectos de riesgo moral,³⁰ lo que se ha reflejado en una actitud menos favorable ante

²⁹ A juicio del Presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, "la magnitud de las crisis y de los recursos oficiales necesarios para contrarrestarlas son de un orden de magnitud sin precedentes" (Greenspan, 1998).

³⁰ El riesgo moral es una falla de mercado, producto de la información asimétrica, que estimula a los inversionistas a buscar opciones riesgosas (por lo tanto de alto rendimiento), porque saben podrían minimizar su pérdida, ya que habrá una institución pública que los apoye, por ejemplo el FOBAPROA, o

ese financiamiento excepcional. En cambio, los procesos explícitos de renegociación de la deuda externa han recibido respaldo, pese a la ausencia de instituciones internacionales adecuadas para enfrentar este problema.

El financiamiento del Banco Mundial, y en general de los bancos de desarrollo, a los países de ingresos medios es también anticíclico. Este financiamiento complementa el del FMI, ya que proporciona recursos de largo plazo destinados a los gobiernos. De hecho, dada la volatilidad del financiamiento privado, esos recursos suelen ser la principal, y a veces única, fuente de financiamiento de largo plazo disponible en períodos de crisis.

Cabe destacar que la tendencia a la concentración de la banca en el plano internacional se ha extendido a los países en desarrollo. Este proceso obedece tanto a la expansión de los grandes bancos internacionales como a la estrategia adoptada por los de menor tamaño para hacer frente a la competencia internacional, como ha ocurrido con los bancos españoles en América Latina. Este proceso ha sido estimulado por las autoridades reguladoras de los países desarrollados, con el propósito de reducir los riesgos cambiarios de los bancos.

La conjunción de los procesos de liberalización financiera, penetración de la banca extranjera y las nuevas modalidades de articulación externa del sector privado han dado origen a una profunda reestructuración de los sistemas financieros de los países en desarrollo. En muchos aspectos, los sectores financieros nacionales están hoy más diversificados en términos de servicios, pero algunas de sus deficiencias clásicas aún perduran: profundidad escasa, el sesgo por las operaciones de corto plazo y los elevados márgenes de intermediación, el racionamiento del crédito, sobre todo para las pequeñas y medianas empresas y las familias de menores ingresos. Aunque los mercados de valores locales se han expandido en algunos países, las emisiones primarias de acciones casi no aumentan, ya que las grandes empresas han preferido emitir las en los centros financieros internacionales.

el FMI en el ámbito internacional, ver Modigliani et al (1994), Hernández Trillo (2003) o Ayala Espino (2003).

Por último, a pesar de los importantes cambios adoptados en materia de regulación y supervisión bancaria, la estabilidad de los mercados locales en América Latina no ha mejorado significativamente, como lo demuestran los numerosos y recurrentes episodios de crisis.

2.4 Flujos de capital y política económica

Por lo anterior, se puede decir que los flujos de capital financiero han contribuido a expandir el potencial productivo de muchas economías emergentes. Sin embargo, los beneficios económicos suelen estar acompañados por una serie de dilemas de política económica. Una vez que las cuentas de capital han sido liberalizadas, las expectativas de futuros rendimientos por parte de los inversionistas constituyen uno de los principales determinantes de los movimientos de capital a través de las fronteras, y estas expectativas pueden cambiar muy rápidamente.

Así, los flujos de capital financiero pueden ser asociados con la volatilidad en las variables que los bancos centrales usan como metas intermedias o finales de su política monetaria: las mismas incluyen el tipo de cambio, las reservas o tenencias de divisas, los agregados monetarios, y la inflación; las afluencias de capital a corto plazo también pueden ser asociadas con la preocupación por la fragilidad del sistema financiero.

En el decenio de los 90, la tendencia a los movimientos crecientes de capital privado, como se ha visto, ha abarcado a las economías en desarrollo y en transición.³¹ Los inversores se sintieron atraídos por los mercados emergentes a causa de las tasas de rendimiento relativamente elevadas y la oportunidad de diversificar sus carteras de inversión. La liberalización de la cuenta de capital en muchos países ha permitido a los inversionistas internacionales aprovechar esas oportunidades.

³¹ Se denomina de esta manera a las economías exsocialistas que adoptaron una economía de mercado.

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: INGRESO NETO DE CAPITALES TOTALES Y TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS
(En miles de millones de dólares y porcentajes)

	Ingreso neto de capitales totales			Pagos netos de utilidades e intereses ^a	Transferencia neta de recursos (5) = (3) - (4) (5)	Exportaciones de bienes y servicios (6)	Transferencia neta de recursos como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios (7) = (5) / (6) (7)
	Autónomos ^b	No autónomos ^c	Total				
	(1)	(2)	(3)				
1980	29,2	1,7	30,9	18,9	12,0	106,9	11,3
1981	36,4	1,8	40,1	29,1	11,1	115,6	9,6
1982	3,3	17,2	20,5	38,9	-18,4	105,2	-17,5
1983	-22,1	30,1	8,0	34,5	-26,5	105,4	-25,2
1984	-10,7	23,9	13,3	37,5	-24,3	117,5	-20,6
1985	-16,1	20,3	4,2	35,5	-31,3	112,8	-27,8
1986	-12,3	21,9	9,6	32,7	-23,1	99,2	-23,2
1987	-12,9	25,6	12,7	31,0	-18,2	113,4	-16,1
1988	-19,4	22,8	3,3	34,6	-31,3	130,6	-24,0
1989	-18,5	29,0	10,6	39,0	-28,4	145,8	-19,5
1990	-5,2	21,6	16,4	34,2	-17,8	162,0	-11,0
1991	23,2	11,8	35,0	31,4	3,6	164,2	2,2
1992	48,7	7,5	56,2	30,1	26,1	177,0	14,8
1993	68,4	-2,0	66,5	34,5	32,0	193,5	16,5
1994	41,3	5,8	47,1	26,1	11,1	222,4	5,0
1995	29,4	31,6	61,0	40,8	20,3	265,8	7,6
1996	63,9	0,8	64,8	42,7	22,1	294,8	7,5
1997	89,4	-9,0	80,3	47,7	32,7	327,2	10,0
1998	69,4	16,0	79,4	51,4	28,0	326,9	8,6
1999	42,3	6,8	49,1	50,5	-1,4	342,6	-0,4
2000	60,7	-7,1	53,6	53,5	0,0	408,0	0,0
2001	35,8	16,2	51,9	54,6	-2,7	390,8	-0,7
2002	-13,8	24,7	10,9	51,4	-40,5	383,1	-10,3
2003 ^d	5,1	18,8	23,9	56,6	-32,7	424,4	-7,7

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información proporcionada por el Fondo Monetario Internacional (FMI) e instituciones oficiales.

^a Corresponde al saldo de la balanza de rentas.

^b Corresponde al saldo de las balanzas de capital y financiera, más errores y omisiones.

^c Incluye préstamos y uso del crédito del FMI y financiamiento excepcional que, entre otras transacciones, incluye la condonación de la deuda externa y la acumulación de atrasos en los pagos.

^d Cifras preliminares.

Como ya se mencionó hay dos sucesos que, producto de los cambios en el sistema financiero internacional, impactaron enormemente al mundo en desarrollo y en particular a América Latina. El primer hecho es que la apertura del mercado de capitales tuvo como resultado un cambio en la composición de los flujos internacionales de capital hacia la región. Los ingresos oficiales se redujeron hasta un monto ínfimo en el año 2000, mientras que la inversión extranjera directa pasó a liderar los flujos privados. Sin embargo, y esto es lo relevante en los últimos años, menos del 50% de estos recursos se orientaron a la formación física de capital. El resto corresponde a una mera transferencia de activos, esto es, al pago por privatizaciones, adquisiciones o

fusiones, fenómeno que se ubica en una ola de aguda concentración de capital prevaeciente en el ámbito mundial.

El otro fenómeno es la alta volatilidad experimentada por los flujos de capitales externos diferentes a la inversión extranjera directa. Estos corresponden a un conjunto de recursos de diverso origen —inversión de cartera en la forma de acciones y bonos; créditos de corto plazo y créditos de largo plazo de la banca internacional (en algunos casos asociados a la inversión extranjera directa) que han tenido la particularidad de presentar una alta liquidez en ciertos períodos (sobre todo previo a la crisis mexicana y a la crisis asiática) y retirarse abruptamente en medio de éstas, generando fuertes problemas financieros y de solvencia en algunos países de la región.

En el ámbito macroeconómico estos sucesos afectan la tasa interna de interés, las expectativas de devaluación o revaluación cambiaria, las presiones inflacionarias y el efecto que todo ello en conjunto genera sobre el gasto. Sin embargo, la magnitud del impacto sobre dichas variables dependerá del régimen cambiario imperante (que difiere entre los países de la región); de la política monetaria y del grado de apertura financiera, es decir, de la existencia o no de controles a los flujos de capitales. La forma en que se combinan estas políticas crean un contexto de mayor o menor vulnerabilidad frente a una súbita escasez de capitales o frente a una crisis financiera regional o mundial.

Además de los mecanismos de transmisión macroeconómicos³² existe un mecanismo de transmisión microeconómico que opera amplificando y propagando los efectos iniciales de los choques monetarios o financieros, actuando a la manera de un “acelerador financiero”. Este mecanismo se transmite por dos vías. En primer lugar, por el mayor acceso a crédito externo barato y/o menores restricciones en el otorgamiento de créditos en los períodos de auge. En caso contrario por la llamada “huida hacia la calidad”, es decir, la reorientación del financiamiento internacional hacia países de

³² En el capítulo anterior se describen los efectos de choques externos ante diferentes regimenes cambiarios.

menor riesgo ante la inminencia de una crisis financiera dentro o fuera de una región. La consecuencia es una proliferación o una reducción abrupta en la ejecución de parte de los grandes proyectos de inversión en los países emergentes.

En segundo lugar, por un mecanismo de “crowding out” en caso de crisis y de “crowding in” en períodos de auge. En el primer caso la banca concentra los créditos en la gran empresa, la que desplaza el financiamiento de la pequeña y mediana, resultando esta última especialmente afectada durante los períodos de baja liquidez internacional. En el segundo caso, la disponibilidad de financiamiento externo de la gran empresa abre espacio en el mercado bancario nacional al financiamiento de la pequeña empresa. Tanto la “huida hacia la calidad” en materia de financiamiento externo, como el “crowding out” en el sistema financiero interno, agudizan la recesión inicial derivada de una crisis financiera internacional. Por otra parte, el sobreendeudamiento observado en la pequeña y gran empresa en los períodos de fuerte liquidez financiera, contribuye a agudizar la crisis cuando los flujos se revierten.

Al igual que la inestabilidad política o económica, los choques financieros inesperados afectan el grado de certidumbre y la disposición al riesgo de los agentes, siendo ésta otra vía por la que la volatilidad de los flujos de capitales afecta la inversión. Al aumentar el grado de incertidumbre se desalienta la ejecución de proyectos, sobre todo de aquellos cuyos rendimientos se esperan a un mayor plazo. Entre estos se encuentran los grandes proyectos de infraestructura, los que tradicionalmente y antes de las privatizaciones, eran parcialmente financiados con créditos de organismos multilaterales y ejecutados por el Estado.

La apertura al mercado internacional de capitales tiene un efecto favorable sobre la inversión regional en los períodos de liquidez financiera, pero dada la inestabilidad y volatilidad de los flujos, ello resulta un arma de doble filo. Una forma de mitigar los efectos negativos es incorporando barreras al flujo de capitales en períodos de fuerte liquidez —ello operó con éxito en Chile en ciertos momentos—, evitando el sobrecalentamiento de la economía.

Otra alternativa es la aplicación de políticas macroeconómicas (fiscales y monetarias) anticíclicas, aún en el ámbito restringido por la globalización. Si el país tiene un sistema financiero poco solvente o mantiene un régimen de tipo de cambio fijo en un contexto de plena apertura en el mercado de capitales, la política monetaria será ineficiente y en ese caso la política anticíclica deberá basarse en el instrumento fiscal. Esto requiere de una mejor institucionalidad, mayor independencia y flexibilidad de la política fiscal que la existente en los países latinoamericanos en la actualidad.

Aunque la naturaleza de las fluctuaciones que han venido experimentado las economías de la región en la última década ha sido variable, el elemento más destacado es el papel central que han comenzado a desempeñar los flujos de financiamiento externo en la determinación del ciclo económico. Por lo tanto, aunque los ciclos del comercio y de los términos de intercambio internacionales siguen jugando un papel importante, la exposición a la volatilidad y el contagio asociado a las nuevas modalidades de financiamiento externo se ha transformado en la principal fuente de vulnerabilidad externa de las economías de la región. La prima de riesgo de los bonos soberanos, que refleja la percepción que tienen los agentes financieros de la capacidad de los países para cumplir con sus obligaciones, se ha convertido, a su vez, en uno de los precios macroeconómicos más importantes. (CEPAL, 2002a)

La evolución paralela del riesgo soberano de distintos países, con relativa independencia de la solidez de los fundamentos macroeconómicos de cada uno, es una clara ilustración del fenómeno de contagio que ha caracterizado a los mercados privados de capitales, tanto en los periodos de auge (contagio de optimismo) como de crisis (contagio de pesimismo). Este fenómeno fue particularmente acentuado durante el auge de 1996-1997, y las crisis asiática y rusa. Los mercados también tendieron a evolucionar en forma paralela en años más recientes, pero el contagio de la crisis argentina de 2001 fue mucho menos marcado. De hecho, sólo afectó a algunos países sudamericanos (Brasil y Chile, en particular) que, además, se apartaron de las tendencias de los mercados argentinos durante el último trimestre de 2001.

Las lecciones que surgen del análisis de las crisis sufridas por varios países en la segunda mitad de la década de 1990 sugieren que la vulnerabilidad de las economías ante giros bruscos de los mercados financieros internacionales obedece fundamentalmente a tres factores: i) la magnitud del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos; ii) la dependencia de flujos de financiamiento altamente volátiles, sobre todo de líneas de crédito de corto plazo y flujos de cartera, y iii) la solidez de los sistemas financieros nacionales, especialmente su capacidad para resistir fluctuaciones de las tasas de interés y los tipos de cambio.

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS, 1990-2001
(Promedios anuales en porcentajes del producto interno bruto)

	1990-2000	1990-1994	1995-1997	1998-2000	2001a/
Saldo en la cuenta corriente					
América Latina	-2.6	-2.2	-2.6	-3.4	-2.8
Grupo de países de ingreso bajo b/	-8.2	-9.4	-7.5	-6.9	-8.2
Grupo de países de ingreso medio c/	-4.2	-2.9	-4.9	-5.6	-3.6
Grupo de países de ingreso elevado d/	-1.4	-1.1	-1.0	-2.1	-1.6
Saldo comercial					
América Latina	-0.9	-0.4	-1.0	-1.6	-1.2
Grupo de países de ingreso bajo	-10.3	-8.7	-10.4	-12.9	-14.4
Grupo de países de ingreso medio	-2.0	-1.2	-3.3	-2.0	-1.3
Grupo de países de ingreso elevado	0.7	1.2	1.0	-0.3	0.3
Saldo de las cuentas de capital y financiera e/					
América Latina	2.9	2.5	3.3	3.2	1.7
Grupo de países de ingreso bajo	4.4	2.2	6.4	6.1	6.5
Grupo de países de ingreso medio	3.7	1.8	5.9	4.5	0.7
Grupo de países de ingreso elevado	2.4	2.4	2.5	2.3	0.2

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

a/ Cifras preliminares.

b/ El grupo de países de ingreso bajo comprende los países que en 1998 tenían un PIB per cápita inferior a 2 000 dólares, estimado a la tasa de cambio de mercado, e incluye Bolivia, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Nicaragua, Paraguay y República Dominicana.

c/ El grupo de países de ingreso per cápita medio comprende a los países que en 1997 tenían un PIB per cápita de 2 000 a 4 000 dólares y está integrado por Colombia, Costa Rica, Jamaica, Panamá y Perú.

d/ El grupo de países de ingreso per cápita elevado comprende a los países que en 1997 tenían un PIB per cápita superior a 4 000 dólares, e incluye Argentina, Barbados, Brasil, Chile, México, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.

e/ Incluye errores y omisiones.

En los años noventa, el déficit promedio de la cuenta corriente de la balanza de pagos representó 2.6% del PIB y el déficit comercial cerca del 1%. A diferencia de las economías asiáticas, los países de la región latinoamericana muestran un déficit

persistente en cuenta corriente, incluso en períodos de abrupta reducción del ritmo de crecimiento económico, lo que refuerza su dependencia del financiamiento externo. Sin embargo, el peso de los distintos factores que contribuyen a configurar el déficit en cuenta corriente varía significativamente de un país a otro: mientras en los de ingresos bajos el déficit comercial es un factor fundamental, en los de ingresos medio y alto el servicio de la deuda tiene un mayor peso relativo.

2.4.1. El comportamiento procíclico y el financiamiento

La estrecha vinculación entre el ciclo económico y la transferencia neta de recursos está determinada desde el exterior por una serie de mecanismos, que operan a través de los sistemas financieros nacionales y de la política cambiaria. En los períodos de auge de la entrada de capitales, las economías incurren en una excesiva expansión del crédito interno y de la liquidez. En los de recesión sucede exactamente lo contrario y se produce una exagerada contracción de la liquidez. Estos poderosos amplificadores financieros tienden a acentuar los auges y también aumentan la severidad de las recesiones. Por otra parte, la utilización de la política cambiaria como ancla nominal en los períodos de abundante oferta de recursos financieros externos ha conducido a significativas reducciones de la tasa de inflación, a costa de una creciente apreciación del tipo de cambio real. Esta apreciación se convierte más tarde en un verdadero problema de la política de estabilización cuando los flujos de capital externo disminuyen, y en muchos casos dan lugar a dolorosos y costosos ajustes. Cuando a fines de la década los ochenta y comienzos de la siguiente el ingreso neto de capitales externos dio un fuerte giro favorable, el crédito interno aumentó sustancialmente, mientras el índice de precios bursátiles aumentaba más de tres veces y media y las monedas locales se apreciaban considerablemente (CEPAL 2002). La crisis mexicana de diciembre de 1994 puso fin a estos fenómenos.

La afluencia de capitales internacionales en 1996-1997 dio origen a un nuevo ciclo de auge financiero interno, alzas en las bolsas de valores y revaluación real, que se interrumpió con la crisis asiática de 1997 y, sobre todo, la crisis rusa de 1998. La

apreciación real no se revirtió en todos los países durante las crisis, particularmente en los que mantuvieron regímenes de cambio fijo o semifijo. La inestabilidad de los flujos de capital privado afectó la capacidad de reacción de la economía real ante las crisis, ya que los instrumentos de protección comercial y de promoción de exportaciones perdieron importancia y el tipo de cambio se transformó en el principal determinante de la competitividad. El rezago cambiario en las épocas de auge, dio lugar a pérdidas de capacidad productiva y de redes de comercialización que han resultado en muchos casos persistentes.

Por otra parte, en períodos de crisis varios gobiernos de la región han debido intervenir en los sistemas financieros nacionales, recurriendo a la función de prestamista de última instancia del banco central. Por consiguiente, el sector público y los contribuyentes en última instancia terminan asumiendo gran parte de los riesgos en que incurrieron los agentes privados que se endeudan aceleradamente en los períodos de auge. Esto se traduce invariablemente en pérdidas fiscales.

Dada la importancia estratégica asignada al ancla cambiaria en los programas de estabilización de precios, algunos países de la región apelaron a varias modalidades de control asimétrico de la cuenta de capitales (aplicación de normas más estrictas al ingreso que a la salida de capitales), con el propósito de evitar una exagerada apreciación cambiaria y reducir la volatilidad de los movimientos de los capitales financieros de carácter especulativo. Esta política, además de permitir que el banco central conservara una cierta autonomía en el manejo de la política monetaria, tuvo un efecto positivo en lo que respecta a la composición de los flujos de capitales, como lo demuestra lo ocurrido en Chile y en Colombia.

Sin embargo, a partir de mediados de los años noventa muchos países redujeron o eliminaron las regulaciones de la cuenta de capitales (el último en hacerlo fue Chile, entre abril y mayo del 2001) y tendieron a una mayor flexibilización cambiaria. La respuesta más frecuente ante una crisis, o una amenaza de ella, pasó a ser la modificación cambiaria. La tendencia general muestra una preferencia por

distintas expresiones de la flexibilidad cambiaria, aunque con diversos grados de intervención, y evidentemente existen importantes excepciones regionales a esta regla. Lo ocurrido en varios países demuestra que los ajustes que van unidos a regímenes de tipo de cambio fijo han resultado más traumáticos, en términos de su impacto en las variables reales de la economía (crecimiento y empleo), que cuando se realizan bajo regímenes de mayor flexibilidad cambiaria.

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: REGÍMENES CAMBIARIOS, 2002

Fijo, cuasifijo o dolarizado	Deslizamiento controlado o banda de flotación	Flotante a/
Barbados	Bolivia	Argentina
Belice	Costa Rica	Brasil
Ecuador	Honduras	Chile
El Salvador	Nicaragua	Colombia
Estados del Caribe oriental	República Dominicana	Guatemala
Panamá	Uruguay	Guyana
		Haití
		Jamaica
		México
		Paraguay
		Perú
		Trinidad y Tobago
		Venezuela

Fuente: CEPAL, *Luces y sombras: América Latina y el Caribe en los noventa*, Santiago de Chile, 2000.

a/ Los regímenes de flotación suelen incluir cierto grado de intervención del Banco Central (flotación sucia).

La tendencia a la flexibilización cambiaria ha ido acompañada de una política monetaria destinada fundamentalmente al control de la inflación. Esta política se basa en la fijación de metas de inflación anuales o plurianuales, con el propósito de informar a los agentes económicos de las intenciones del ente emisor y dar mayor transparencia al manejo monetario. Asimismo, permite un manejo más flexible de los instrumentos monetarios, acorde con el comportamiento de la inflación y la situación económica en general. No se puede negar el adelanto que ha habido en América Latina en cuanto al control de la inflación, desde fines de los años noventa, la mayor parte de los países de América Latina y el Caribe registran una inflación de un solo dígito (CEPAL, 2004)

AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS									
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 ^a
Tasas anuales de variación									
Producto interno bruto ^b	1,1	3,8	5,1	2,3	0,5	3,7	0,4	-0,6	1,5
Producto interno bruto por habitante ^b	-0,6	2,1	3,4	0,6	-1,1	2,2	-1,1	-2,1	0,1
Precios al consumidor ^c	26,0	18,6	10,7	10,0	9,7	9,0	6,1	12,2	8,5
Porcentajes									
Desempleo urbano abierto ^d	8,5	9,2	8,8	9,9	10,6	10,0	8,8	10,6	10,5
Deuda externa bruta total/PIB ^e	36,5	35,1	33,5	37,4	42,5	37,2	37,6	42,5	43,3

Fuente: CEPAL 2004.

La inestabilidad del financiamiento externo ha afectado negativamente la dinámica de inversión. Ésta es una de las razones por las que la tasa de inversión sigue siendo inferior a los niveles registrados con anterioridad a la crisis de la deuda de los años ochenta. El descenso del coeficiente de inversión en comparación con la década de 1970 ha sido más acentuado en los países más grandes, que también son los que estuvieron más expuestos a las corrientes privadas de capitales.

Por otra parte, el leve incremento de la inversión en los años noventa se logró gracias a un mayor financiamiento externo, pero sin una expansión complementaria del ahorro nacional ni un mayor acceso de los inversionistas nacionales, sobre todo medianos y pequeños, al financiamiento interno o externo de largo plazo.

Todo esto ha tenido como resultado un desempeño realmente pobre de la región latinoamericana en los últimos 25 años por lo menos; tal vez se haya ganado en términos de estabilidad financiera, pero el precio ha sido relativamente alto, el lento crecimiento del producto, el aumento del desempleo y la pobreza, así como las pobres expectativas para revertir ésta, conducen a repensar la estrategia de política económica, para cuestionar la indiscriminada apertura, especialmente en lo que se refiere a la cuenta de capitales, pues las crisis que de ésta han derivado, han castigado innecesariamente a gran parte de la región.

2.4.2 Política económica frente a la volatilidad

Ante un mundo cada día más integrado y con flujos de capitales volátiles, las autoridades nacionales e internacionales deberían hacer frente a los riesgos financieros mediante la adopción de un concepto más amplio de estabilidad macroeconómica, cuyos objetivos no se limiten a los que han acaparado su atención en los últimos años, que son básicamente financieros y monetarios. Se deberían incluir objetivos de la economía real, sobre todo al ritmo de crecimiento económico su estabilidad y sustentabilidad. De lo contrario, es muy probable que la volatilidad del financiamiento externo se siga reflejando en las economías en desarrollo en ciclos económicos agudos, crisis y pobreza creciente.

En vista de lo anterior, es esencial que las autoridades nacionales respondan con prudencia a los períodos de euforia en los mercados, evitando situaciones de vulnerabilidad, y mantengan márgenes de acción para hacer frente a las fases de escasez en los mercados financieros internacionales. Tanto la volatilidad de los flujos financieros como la inestabilidad paralela de los ritmos de crecimiento económico se han traducido en fuertes obstáculos a la inversión productiva, afectando por esta vía el crecimiento de largo plazo.

Sin embargo, el grado de autonomía con que cuentan las autoridades nacionales para diseñar una política anticíclica es limitado, debido a las restricciones que impone la volatilidad del financiamiento internacional. Por este motivo, para ampliar las posibilidades de adopción de políticas macroeconómicas anticíclicas en los países en desarrollo, los esfuerzos nacionales deben ser complementados con una mejor organización financiera internacional. Estos esfuerzos nacionales son fundamentalmente los siguientes:

a) Equilibrio de largo plazo en las cuentas públicas. La estabilidad del crecimiento económico depende de la adopción de modalidades sostenibles que influyan directamente en las principales variables de la política macroeconómica. Esto supone necesariamente una visión de largo plazo en el diseño de la política económica,

que evite la acumulación de desequilibrios no sostenibles y aproveche las holguras que se producen en los períodos de auge para acumular recursos con el fin de hacer frente a las fases de escasez. Las medidas que se adopten para el logro de este objetivo deben estar dirigidas a las esferas fiscal, monetaria y cambiaria, a los flujos de capital, y a la regulación y supervisión de los mercados financieros nacionales.

Enfrentar adecuadamente la vulnerabilidad recurrente de las cuentas públicas respecto del ciclo supone una gestión pública capaz de responder a tres desafíos fundamentales. En primer lugar, respetar una regla fiscal de largo plazo a lo largo del ciclo, para evitar los costos económicos y políticos de los ajustes abruptos.³³ En segundo término, se requiere identificar con la debida anticipación los déficit estructurales, a fin de evitar un endeudamiento público excesivo que represente una carga para las futuras generaciones.³⁴ En tercer lugar, es preciso eliminar el sesgo en contra de los gastos de capital, que tiende a producirse en la medida que estos gastos son, en general, más sensibles a los ajustes fiscales que los gastos corrientes.

b) Régimen cambiario y política monetaria. Una de las lecciones más importantes que se desprende de lo ocurrido en América Latina en los últimos años es que no existe un régimen cambiario que resulte óptimo para todos los países en todo momento. Cada país debe determinar el grado de flexibilidad cambiaria que necesita, de acuerdo con sus objetivos y sus posibilidades reales de manejo de las demás variables de política macroeconómica.

Contrariamente a esta opinión, en la década de los ochenta cobró fuerza la idea según la cual los únicos regímenes cambiarios estables en la fase actual de globalización son los extremos, ya sea un tipo de cambio enteramente flexible o un tipo

³³ Para ello, es necesario desarrollar instrumentos que orienten el proceso presupuestal hacia un esquema de disciplina y flexibilidad, en que se identifiquen con claridad los factores transitorios y se asegure una conducción consistente con una posición financiera viable en el largo plazo.

³⁴ Esto exige una programación fiscal plurianual, a partir de previsiones sobre el crecimiento potencial de las economías, y adoptar supuestos moderados, evitando el optimismo donde se considera que los episodios positivos son permanentes y los negativos transitorios, para asegurar una programación fiscal más consistente a largo plazo.

de cambio irreversiblemente fijo (convertibilidad o dolarización). Este argumento se basa en la susceptibilidad de las anclas blandas y la flexibilidad administrada ante ataques especulativos derivados de la percepción de los agentes económicos sobre la inconsistencia entre la política cambiaria y el resto de la política económica. Este razonamiento apunta a un problema real, en particular, a los problemas que se plantean con los regímenes de cambio fijo frente a grandes expectativas de devaluación. Sin embargo, el principal problema que se plantea actualmente en los regímenes cambiarios de los países en desarrollo es su capacidad para manejar choques comerciales y fluctuaciones de la cuenta de capitales que son en gran medida exógenos y evitar, al mismo tiempo, que se traduzcan en ciclos económicos agudos o en precios relativos incorrectos o inestables que desincentiven un adecuado desarrollo de los productores de bienes comerciables de la economía. Las demandas contradictorias de flexibilidad y estabilidad que implica el cumplimiento de estos complejos objetivos sólo pueden responderse en los regímenes extremos, renunciando a algunos de sus elementos. No obstante, la volatilidad de los flujos de capital tiende a conferirle una gran inestabilidad a la actividad interna de los países que adoptan regímenes de este tipo.

Por otra parte, la ausencia de mecanismos que faciliten el ajuste de los precios relativos ante perturbaciones externas desfavorables (caída de los precios de los productos de exportación, devaluación de la moneda de un importante socio comercial o revaluación de la moneda a la cual está vinculado el tipo de cambio del país) puede tener costos elevados: períodos prolongados de recesión o crecimiento lento asociados a la sobrevaluación estructural del tipo de cambio.

Además, debido a la limitación del control de la oferta monetaria que conlleva un régimen de este tipo, el banco central no puede ejercer las funciones de "prestamista de última instancia", lo que crea problemas importantes si las crisis afectan al sistema financiero nacional.

Por otra parte, los regímenes de cambio flexible permiten a la economía absorber con menos costos los choques provenientes del comercio y el financiamiento internacionales. Facilitan, además, la adopción de una política monetaria orientada a estabilizar el ciclo económico y desalientan parcialmente los créditos de corto plazo y algunos flujos de cartera, pero no siempre ayudan a mitigar los ciclos de financiamiento de mediano plazo.

De acuerdo con la CEPAL (2002, pág. 162), los regímenes intermedios son la mejor opción: "La gran virtud de los regímenes intermedios, de 'flexibilidad administrada', es su posibilidad de conciliar flexibilidad y estabilidad. Algunos ejemplos de estos regímenes son los sistemas de devaluación gradual, las bandas cambiarias, el establecimiento de metas o bandas indicativas que las autoridades están dispuestas a defender parcialmente y la flotación sucia. En efecto, todos estos regímenes tienen una cierta flexibilidad que permite absorber los choques externos y adoptar políticas anticíclicas, además de estar orientados a la búsqueda de incentivos más estables a la especialización internacional. En este contexto, el grado de flexibilidad deseable dependerá básicamente del tamaño de las economías (en las más grandes es deseable una mayor flexibilidad), del grado de profundidad de los mercados financieros y cambiarios nacionales (mayor flexibilidad en países con mayor profundidad financiera interna) y del grado de apertura de la cuenta de capitales (más flexibilidad cuando la cuenta de capitales está más abierta)."

Como lo indica esta última condición, un buen manejo de estos regímenes intermedios puede exigir el uso activo de regulaciones a los flujos de capital, para manejar las presiones provenientes del financiamiento internacional. Cabe señalar, asimismo, que estos esquemas pueden ser objeto de presiones especulativas cuando el conjunto de la política macroeconómica no genera suficiente credibilidad en los mercados internacionales. Por este motivo, los regímenes intermedios con mayores grados de flexibilidad tienen una ventaja, particularmente en economías de mayor tamaño con regímenes de capitales abiertos.

En cuanto a las medidas monetarias que se adopten, éstas deben estar destinadas a prevenir que los auges de financiamiento externo se traduzcan en aumentos rápidos del crédito externo e interno y en apreciaciones insostenibles del tipo de cambio. Ello supone cierta autonomía de los bancos centrales para intervenir en el mercado cambiario cuando perciban tendencias fuertes a la apreciación del tipo de cambio; asimismo, deben poder intervenir simultáneamente en el mercado monetario para mantener la expansión monetaria dentro de rangos que permitan alcanzar la meta inflacionaria sin sacrificar excesivamente el crecimiento económico.

Se debe tener cuidado porque las intervenciones pueden tener efectos contraproducentes. Por una parte, pueden traducirse en tasas de interés elevadas que incentiven el ingreso de capitales y, por lo tanto, presionen la apreciación de la moneda local. Por otra parte, si existen indicios de crisis, esas tasas pueden acelerar el deterioro financiero y traducirse en presiones fiscales adicionales (costo del rescate de los sectores financieros y encarecimiento de la deuda pública interna, cuando ésta es cuantiosa).

Ante esta disyuntiva, la eficacia de estas políticas aumenta cuando van acompañadas de un manejo activo de la regulación y supervisión prudencial de los sistemas financieros, pero sobre todo cuando existen regulaciones a la entrada y salida de capitales.

c) Límite al flujo de capitales. En este sentido, los actuales niveles de desarrollo de los mercados de capitales de la región, la elevada volatilidad de los flujos de capitales y una estructura financiera internacional deficiente (Eichengreen (1999), Ocampo (1999), Stiglitz (2002), entre otros muchos), la plena libertad de la cuenta de capitales no es una política óptima; por el contrario, parece deseable contar con instrumentos de manejo prudente de los flujos de capitales, ya sea directos (encajes o impuestos al financiamiento externo, regulación directa de los flujos de cartera) o indirectos (normas tributarias). Los esquemas de regulación de la cuenta de capitales

adoptados por Chile y Colombia en los años noventa constituyen algunos ejemplos de las mejores prácticas en este campo.

Como instrumentos complementarios de la política macroeconómica, las regulaciones prudenciales de los flujos de capital ofrecen mayor margen a las autoridades para adoptar políticas monetarias restrictivas o expansionistas cuando esto sea necesario, sin temor a que los capitales huyan. Entre sus ventajas destaca el hecho de que se aplican por igual a agentes financieros y no financieros, a través de un instrumento de precio no discriminatorio.

El control estricto de los descalces entre activos y pasivos en moneda extranjera del sistema financiero es un elemento esencial de cualquier esquema de regulación prudente. Sin embargo, el acceso directo al crédito externo por parte las empresas no financieras, sobre todo las de mayor tamaño, resta eficacia a estas normas para evitar los descalces entre los activos y pasivos en moneda extranjera en el conjunto de la economía. Los descalces que acumulan los agentes no financieros durante los períodos de auge afectan, a su vez, la solidez del sistema financiero, debido a las dificultades para cubrir los pasivos en moneda nacional a las que se enfrentan posteriormente los agentes no financieros endeudados en el exterior.

2.5 Las experiencias recientes en control de capitales

No existen en la actualidad muchas experiencias nacionales que puedan ser paradigma en el uso de controles a la entrada y/o salida de capitales. Las políticas emanadas del Consenso de Washington, instrumentadas por el FMI y el Banco Mundial, con el apoyo irrestricto de EUA y otros países desarrollados, ha dejado una secuela de economías que se precipitaron en la liberación de su balanza de pagos, es decir, tanto comercial como financieramente, y que han mostrado un escaso crecimiento y desarrollo.

Es especialmente llamativo el mediocre desempeño que ha tenido América Latina en su conjunto durante los últimos años, casi un cuarto de siglo. No obstante,

hay dos ejemplos en este continente que impusieron controles al flujo de capitales y que pueden ser tomados en cuenta para poder evaluar esa medida.

2.5.1. Chile

Desde 1990 y hasta 1997 inclusive, el flujo neto de capitales externos hacia Chile fue muy elevado y estuvo por encima del financiamiento externo estimado como necesario para el crecimiento económico. En el mismo período el gasto privado real se duplicó, superando el ritmo de incremento del gasto público y también del producto. Este acelerado aumento del gasto fue impulsado en parte por el crecimiento del ingreso nacional, que se expandió en torno a 8% anual, en parte por los favorables términos del intercambio, y también por la fuerte entrada de capitales.

La expansión del gasto llevó al Banco Central de Chile a aplicar una política monetaria contractiva. Las tasas de interés real se mantuvieron elevadas y mostraron una tendencia a subir, por lo que éstas no fueron la causa de la explosión de gasto privado. Dado que fue el gasto privado el que se sobreexpandió, no es posible atribuir el episodio expansivo a la política fiscal, particularmente considerando que la recaudación tributaria creció al ritmo de expansión del gasto privado.

Como una forma de evitar que las alzas de la tasa de interés resultaran en mayores entradas de capitales externos, diluyendo el efecto del ajuste y generando presiones hacia la apreciación cambiaria, el Banco Central estableció, a partir de junio de 1991, un encaje a la entrada de capitales externos de carácter selectivo.

El encaje formó parte de un sistema de regulaciones a las entradas de capitales destinadas a limitar su tamaño y a modificar su composición en favor de flujos más estables; esas regulaciones a su vez eran parte integral de un marco de políticas macroeconómicas caracterizadas por una banda reptante para el tipo de cambio, metas anuales de inflación decreciente, superávit fiscales, apertura comercial y amplio

protagonismo del sector privado en la actividad económica, particularmente en la inversión.³⁵

Controles de capital

Considerando el alto costo de la esterilización y de la apreciación excesiva del tipo de cambio, el Banco Central impuso temporalmente un encaje a los préstamos externos para incrementar su costo y, particularmente, para desincentivar el flujo de capitales de corto plazo. Esta restricción, que estuvo vigente entre mediados de 1991 y septiembre de 1998, intentaba encarecer el costo de ingresar capitales de corto plazo.

Chile: Entradas de capitales, 1990 a 1999

(Porcentaje del PIB)

	Entradas brutas de mediano y largo plazo			Flujo neto de corto plazo	Salidas de mediano y largo plazo	Flujo neto total
	Inversión directa	Inversión de cartera	Créditos			
1990	2,2	1,2	7,4	4,0	5,2	9,6
1991	2,7	0,8	4,1	1,0	5,8	1,8
1992	2,5	1,1	3,9	4,5	4,7	6,7
1993	2,9	2,7	4,4	2,9	5,9	7,1
1994	5,4	3,3	5,6	2,8	9,4	10,5
1995	5,3	1,9	5,2	0,4	10,3	3,5
1996	7,2	2,7	7,8	0,4	8,4	7,8
1997	7,3	4,8	8,2	-2,1	11,5	9,8
1998	7,3	1,8	8,3	-1,5	18,7	4,5
1999	14,8	4,7	6,2	-8,0		-1,2
Promedio 1990-1997	5,6	2,2	5,8	1,7	6,9	7,3

Fuente: Tomado de Lefort y Lehmann (2003).

El encaje constituyó una limitación a la integración financiera internacional y como cualquier medida de esa naturaleza tuvo tanto beneficios como costos. La defensa del uso del encaje se ha basado en consideraciones de política macroeconómica, incluidas las de dar un mayor margen de operación a la política monetaria y evitar la profundización del ciclo económico que puede resultar de entradas masivas pero transitorias de capitales externos. Subyace en esto la idea de que la

³⁵ También se impusieron controles a la inversión extranjera directa, como adelante se señala. Otro ajuste significativo, y como reacción inmediata ante las entradas de capital, fue el aumento en la intensidad de las operaciones de esterilización de las entradas de capital, que ocurrió con particular fuerza entre 1990 y 1994. Con la esterilización de un monto considerable de divisas se pretendía mantener la independencia monetaria. No obstante, esta intervención debe realizarse cuando la entrada de capital tiene un carácter transitorio; de otro modo esa práctica sería insostenible (Budnevich y Pérez, 2003).

probabilidad de reversiones de flujos de capitales y el daño asociado a éstas son menores mientras menos intenso sea el uso del financiamiento externo.

Por el contrario, los detractores sostienen que no está claro que la efectividad del encaje no fue completa, pues de haberlo sido no se habría verificado el incremento excesivo del gasto privado y la ampliación del déficit en cuenta corriente que sufrió Chile hacia 1997. Pero efectividad incompleta no implica ineficacia del encaje.

El encaje aplicado a las corrientes de capitales buscó generar un costo adicional para el financiamiento externo, con miras a desalentarlo parcialmente y ampliar el radio de maniobra de la política monetaria. Esto se lograría al modificar las condiciones de arbitraje de las tasas y, por ende, la brecha de rendimientos o sus componentes, la tasa de interés real interna o las expectativas de devaluación real.

El costo financiero del encaje (CFE) se deriva del mantenimiento de un depósito en moneda extranjera que no paga interés y cuyo valor está determinado por la tasa de encaje, la tasa de interés externa pertinente, los impuestos a la intermediación y la moneda en que se constituye el encaje. El encaje actúa como una cuña que aumenta el costo de obtener financiamiento externo —similar desde el punto de vista financiero a un aumento de la tasa de interés externa— en el valor del CFE. Esta cuña, dado el mayor costo de financiamiento externo asociado, deprecia la moneda hoy y reduce las expectativas de depreciación a futuro, o bien permite aumentar la tasa de interés interna. De ambas maneras se amplía la brecha esperada de rendimientos.³⁶

De esta forma, se esperaba frenar la especulación y la volatilidad inherente a los llamados capitales golondrinos, reduciendo así la posibilidad de arbitrajes de tasas de interés y a su vez le otorgaba mayor autonomía y espacio a la política monetaria doméstica. El encaje se impuso bajo la modalidad de un requerimiento de capital no remunerado de 30% que afectó al financiamiento externo, incluyendo créditos externos

³⁶ En un estudio de Le Fort y Lehmann (2003) se calculó el margen de maniobra para la política monetaria, y se concluyó que el costo financiero del encaje en su punto máximo habría permitido una tasa de interés real interna más alta, de entre 90 y 300 puntos base.

y depósitos en moneda extranjera, pero no se aplicó a entradas de capital generadas vía inversión extranjera directa o vía la emisión primaria de acciones de empresas chilenas. Los requerimientos de capital debían ser mantenidos en el Banco Central por un año, independientes del plazo de madurez del préstamo o del depósito, de manera que los flujos de capital de corto plazo tributaban proporcionalmente mayores tasas. El encaje contribuyó de manera importante a disminuir la entrada de capitales en Chile, particularmente de corto plazo, en el decenio de 1990.

En lo fundamental, para un nivel dado de tipo de cambio, el encaje incrementa la capacidad de las autoridades monetarias de mantener una diferencial de tasas de interés, por cuanto, la restricción es equivalente a una diferencial de tasa de interés de equilibrio de 3% para una inversión con un horizonte de un año. Sin embargo, no debería ser un instrumento útil para retrasar decisiones de realineamiento cuando los participantes del mercado están convencidos de que son inminentes. En efecto, en dos ocasiones en que el Banco Central de Chile vaciló en ajustar la paridad, el encaje no fue un obstáculo para los participantes del mercado para atacar el piso de la banda y esperar un ajuste discreto de la paridad. Un ejemplo de esto último lo constituyó la experiencia de fines de 1994, donde las entradas de capital aumentaron de un promedio de 750 millones de dólares durante los tres primeros trimestres a 2.000 millones de dólares en el último trimestre, antes de que se llevara a cabo la revaluación (Rojas, 2000).

Aun cuando los aportes de capital vía inversión extranjera directa no estuvieron durante los noventa sujetos a encaje, sí tuvieron la restricción de permanencia de un año. La motivación detrás de este tipo de control de capital es minimizar la posibilidad de que se disfracen créditos como aportes de capital y que estos últimos efectivamente se constituyan en capitales de mediano y largo plazo.

La experiencia chilena de los años noventa indica que la restricción también ha limitado los arbitrajes en los mercados bursátil y de bonos, lo que se estima ha afectado directamente el desarrollo de éstos. No obstante el costo que esta medida

podiese haber tenido en estos dos mercados, la autoridad considera que ha ayudado a desincentivar la creación de burbujas de precios que pudiesen haberse generado por la inestabilidad de los mercados financieros internacionales y, por esa vía, disminuir el impacto de la volatilidad sobre el gasto privado.

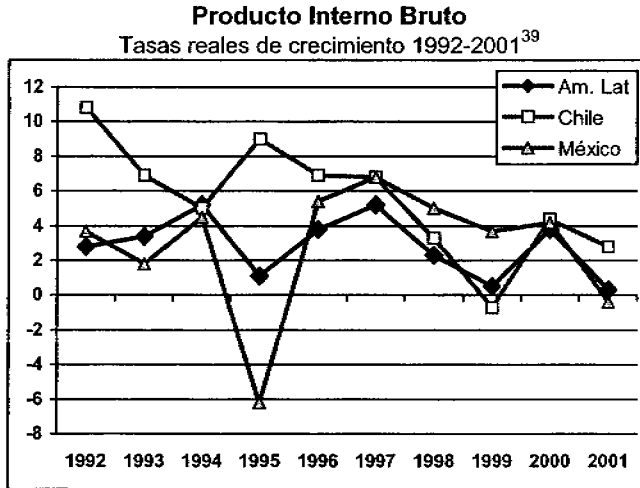
La efectividad de los controles de capital ha sido cuestionada, ya que no pudieron evitar la entrada de capitales que mostró Chile durante los primeros siete años de la década de los noventa.³⁷ Sin embargo, sí tuvieron éxito esos controles para cambiar la preferencia de los agentes hacia mayores plazos.³⁸

Aun cuando el encaje de 30% se redujo a 0% en septiembre de 1998 y el requerimiento de permanencia de 1 año de la inversión extranjera directa continúa vigente, es importante mencionar que la motivación de las autoridades para aplicar este tipo de controles no ha cambiado en demasía. En particular, el mantenimiento del encaje como instrumento, aunque sea en tasa cero, demuestra que las autoridades no quieren enviar la señal al mercado de que renunciaron a este procedimiento; en cambio, si las condiciones lo ameritan, el control será restablecido.

En general, el principio que ha regido en las autoridades en este asunto durante la década ha sido el reconocer que los controles de capital tienen costos microeconómicos; sin embargo, éstos se estiman menores frente al riesgo de inestabilidad macroeconómica y al desalineamiento sostenido del tipo de cambio que pudieran provocar movimientos indeseados de capitales y crisis financiera.

³⁷ Tanto De Gregorio, Edwards y Valdés (2000) como Gallego, Hernández y Schmidt-Hebbel (2002) destacan que el encaje ha permitido a la economía chilena sostener un mayor diferencial de tasas de interés con el exterior, pero que su efecto sobre el tipo de cambio no es concluyente. Se acepta, no obstante, que el encaje conlleva un cambio en la composición del financiamiento, aumentando la proporción de los capitales de largo plazo.

³⁸ La evidencia indica que durante el período la deuda de mediano y largo plazo se incrementó desde 14 mil millones de dólares (mmd) en 1990 a algo menos de 30 mmd en 1998 mientras la deuda de corto plazo se redujo desde 3,4 mmd a 1,6 mmd en igual período.



Fuente: Elaboración propia con datos de CEPAL

Conclusiones

La combinación de políticas monetaria, fiscal y cambiaria aplicadas durante los años noventa en Chile permitió que la economía chilena haya presentado, en promedio, un nivel de alto y estable crecimiento, con bajo desempleo y una sostenida reducción de la tasa de inflación. Estos resultados han sido parte de una estrategia de desarrollo donde las autoridades han privilegiado el actuar con prudencia y gradualidad en todos los frentes económicos, permitiendo así mantener los equilibrios macroeconómicos que aseguren un crecimiento sostenido en el mediano plazo. Esta estrategia, a su vez, ha permitido y debería permitir en el futuro enfrentar el desafío de lograr una menor variabilidad en la tasa de crecimiento del producto evitando así los típicos ciclos de 'parar y acelerar' que han caracterizado largamente a la economía chilena y a las demás de la región.

³⁹ El crecimiento del producto en Chile durante el periodo graficado fue mayor al de América Latina y México, y menos volátil.

		América Latina y Chile Indicadores económicos 1995-2003								
		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Desempleo (%)	Am.Lat.	8.5	9.2	8.8	9.9	10.5	10.0	9.8	10.6	10.5
	Chile	7.4	6.4	6.1	6.4	9.8	9.2	9.1	9.0	8.5
Inflación (var % anual)	Am.Lat.	26.0	48.6	10.7	10.0	9.7	9.0	6.1	12.2	8.5
	Chile	8.2	6.6	6.0	4.7	2.3	4.5	2.6	2.8	1.1
PIB per cápita (var % anual)	Am.Lat.	-0.6	2.1	3.4	0.6	-1.1	2.2	-1.1	-2.1	0.1
	Chile	7.3	5.4	5.3	1.9	-1.8	3.1	2.2	8.0	2.1

Fuente: CEPAL 2004

Los resultados obtenidos y los acontecimientos ocurridos en otras economías de la región confirman la política seguida por las autoridades de que el déficit de cuenta corriente es en sí un objetivo, y debería de continuar siéndolo en la medida que no se esté seguro de la estabilidad de los flujos de capital.⁴⁰ En efecto, la experiencia de ciertas economías asiáticas, y anteriormente la de México en 1995, casos donde se gestaron grandes desequilibrios externos y financieros que posteriormente derivaron en las respectivas crisis ya conocidas, constituyen experiencias que apoyan la posición de prudencia que ha seguido Chile en esta materia.

Las crisis en Asia, Rusia y América Latina, así como el escenario de flujos de capitales que ha experimentado el mundo en los últimos años, han cambiado el contexto en que se desarrolla actualmente la política monetaria y cambiaria en Chile. En particular, las menores ganancias de productividad que empezó a mostrar la economía chilena desde finales de 1996 no permitieron continuar con la paulatina apreciación real del peso. Adicionalmente, la mayor volatilidad externa exhibida por los mercados de capitales en el último tiempo, sumado a la relativa menor disponibilidad

⁴⁰ El objetivo ha sido privilegiar la obtención de déficit de cuenta corriente sustentable en el tiempo en vez de permitir la generación de un déficit demasiado alto en cuenta corriente, o lo que es lo mismo, el no permitir un excesivo endeudamiento externo, ya que más temprano que tarde éste se debe pagar, y, cuando esto sucede, los costos suelen ser enormes en actividad y empleo. En este sentido, la evidencia de los noventa indica que la prudencia de las autoridades se reflejó en que éstas decidieron que la determinación del déficit de cuenta corriente sostenible en el mediano plazo fuera determinado por una combinación de un rango de 3% a 4% del PIB y por la magnitud de aquellos capitales que se consideran suficientemente sólidos como para esperar que no serán revertidos.

de capitales, llevaron a que la expectativa de la paridad peso/dólar se modificará desde una clara tendencia a la apreciación del peso hacia una de mayor volatilidad pero con un sesgo a la depreciación.

Esta situación llevó primero a que se suspendieran ciertos controles de capital y, posteriormente, se abandonara el sistema de bandas cambiarias por un sistema de libre flotación. En este escenario de mayor volatilidad y de menor abundancia de flujos de capitales, el Banco Central chileno no ha necesitado continuar con el dilema de evitar la apreciación excesiva del peso, en circunstancias que las tasas reales de interés en Chile todavía se ubican por encima de las internacionales. Es más, las actuales condiciones han permitido que la política monetaria de tasas reales de interés cuente con un grado de independencia relativamente mayor que en el pasado, situación que debería ayudar el manejo monetario y, de esta forma, facilitar la obtención de los objetivos de estabilidad de precios y mantenimiento de los equilibrios de las cuentas externas, objetivos que continúan guiando las principales directrices de la política macroeconómica chilena.

2.5.2. Colombia

Este país ciertamente tiene un nivel de desarrollo inferior al chileno y, además, tradicionalmente ha tenido muchos problemas políticos y de narcotráfico que constantemente han minado la confianza de inversionistas y empresarios, lo que se ha traducido en un desenvolvimiento económico poco notable.

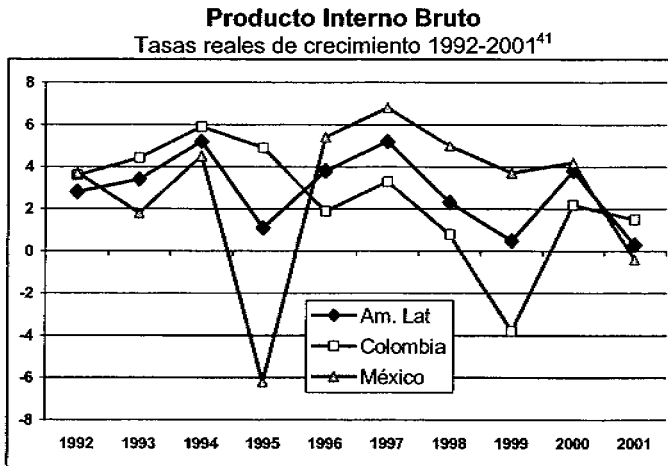
Adicionalmente, la dependencia económica de unos cuantos productos, esencialmente primarios, ha ocasionado que las principales variables macroeconómicas tengan un comportamiento muy volátil, fenómeno que ha agudizado las dificultades para que el proceso económico se desarrolle positivamente.

América Latina y Colombia
Indicadores económicos 1995-2003

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Desempleo (%)									
Am.Lat.	8.5	9.2	8.8	9.9	10.5	10.0	9.8	10.6	10.5
Colombia	8.8	11.2	12.4	15.3	19.4	17.2	18.2	17.6	16.7
Inflación (var % anual)									
Am.Lat.	26.0	48.6	10.7	10.0	9.7	9.0	6.1	12.2	8.5
Colombia	19.5	21.6	17.7	16.7	9.2	8.8	7.6	7.0	6.5
PIB per cápita (var % anual)									
Am.Lat.	-0.6	2.1	3.4	0.6	-1.1	2.2	-1.1	-2.1	0.1
Colombia	2.9	0.0	1.4	-1.1	-5.6	0.6	-0.4	-0.1	2.0

Fuente: CEPAL 2004

En este sentido, dentro de las medidas para evitar la extrema volatilidad, las autoridades de ese país han instrumentado algunas limitaciones al libre flujo de capitales, controles éstos que se distinguen por su sencillez.



Fuente: Elaboración propia con datos de CEPAL

Control de capitales

A principios de la década de los noventa del siglo pasado, Colombia liberalizó las transacciones cambiarias como parte de un programa más amplio de reformas

⁴¹ El crecimiento del producto en Colombia durante el periodo graficado fue menor en general al de América Latina y México, pero también fue menos volátil.

estructurales. El proceso se inició en 1991, cuando se modificó el sistema de control de cambios que se había aplicado durante casi 25 años, a fin de permitir que los intermediarios financieros realizaran transacciones en moneda extranjera sin estar sujetos a controles previos del Banco de la República (el banco central de Colombia) y que las empresas utilizaran sus cuentas bancarias para administrar sus ingresos y gastos en divisas. No obstante la liberalización, las transacciones siguieron estando relativamente reglamentadas y, en especial, sujetas a la obligación de canalizarlas a través de intermediarios financieros legalmente autorizados para operar en el mercado.

Adicionalmente, la reforma de 1991 fijó un plazo mínimo de un año a los créditos externos, y mantuvo reglas severas respecto al uso final de los recursos provenientes de esta clase de créditos, los que debían destinarse a financiar operaciones exclusivamente comerciales o de inversión. En febrero de 1992 se permitió, por primera vez, que las empresas contrataran créditos del exterior a corto plazo para capital de trabajo.

Colombia: Restricciones directas al endeudamiento en moneda extranjera						
Año	Mes	Sistema	Préstamos sujetos a depósito obligatorio	Depósito	Vencimiento del depósito	Moneda
1991	Enero	Basado en el uso final del préstamo				
1993	Septiembre		Con vencimiento a menos de 18 meses	47%	12 meses	Dólares
1994	Marzo		Con vencimiento a menos de 16 meses, según tabla	93% Menos de 12 meses 64% De 12 a 24 meses 50% De 24 a 36 meses	12 meses	Dólares
	Agosto	Basado en el plazo de vencimiento del préstamo	Con vencimiento a menos de 60 meses, según tabla	Máximo 140% 30 días Mínimo 42,8% 60 meses	12 meses	Dólares
1996	Febrero		Con vencimiento a menos de 48 meses, según tabla			Dólares
	Marzo		Con vencimiento a menos de 36 meses	50%	18 meses	Dólares
1997	Enero	Impuesto Tobin explícito (además del depósito)	Todos	Variable según la diferencia de intereses		
	Marzo	Basado en el plazo de vencimiento del préstamo	Con vencimiento a menos de 60 meses	50%	18 meses	Dólares
	Mayo		Todos	30%	18 meses	Pesos colombianos
1998	Enero		Todos	25%	12 meses	Pesos colombianos
	Septiembre	Uniforme	Todos	10%	6 meses	Pesos colombianos
1999						
2000	Mayo	Ninguno	Ninguno	0%	Ninguna	Ninguna

Fuente: Tomado de Ocampo y Tovar (2003)

En septiembre de 1993 se introdujeron cambios más importantes. Durante esta segunda etapa de reformas, el sistema de regulación de los flujos de capital basado en su uso final fue sustituido por otro basado en el plazo de vencimiento de las obligaciones en moneda extranjera. Además, se autorizó a los intermediarios financieros locales para otorgar préstamos en moneda extranjera a empresas locales y a residentes, sin importar el uso final del crédito; conceder préstamos en divisas a extranjeros, e invertir en activos líquidos en el exterior. Sin embargo, todas las deudas en moneda extranjera debían ser registradas en el banco central, incluidos los créditos comerciales de corto plazo, que antes no estaban sujetos a este requisito.

Concretamente, el nuevo sistema exigió a todos los créditos a plazos inferiores de cierto vencimiento (a plazo mínimo), a mantener un encaje o depósito no remunerado en dólares en el banco central, a una tasa y durante un período preestablecidos. Este encaje se asemejaba a un impuesto, ya que podía redimirse de inmediato a tasas de descuento preestablecidas. Durante los años siguientes, el sistema fue objeto de modificaciones importantes (ver cuadro). En septiembre de 1993 se estableció un encaje obligatorio en dólares por un año, equivalente al 47% de todos los préstamos con plazos inferiores a un plazo mínimo de vencimiento de 18 meses.⁴² En marzo de 1994, el plazo mínimo de vencimiento mínimo se fijó en tres años y se establecieron tres tipos de encajes obligatorios en dólares: 93% para los préstamos con vencimiento de hasta un año, 64% para los que vencían hasta dos años y 50% para los préstamos de hasta tres años de plazo.

En agosto de 1994, el plazo mínimo de vencimiento se aumentó a cinco años y el vencimiento del depósito se equiparó con el del crédito. El encaje se estableció de acuerdo con una tabla compleja, con un máximo de 140% para los préstamos a menos de 30 días y un mínimo de 42% para aquellos con vencimiento a cinco años. En febrero de 1996 se rebajó el plazo mínimo de vencimiento a cuatro años y se estableció una nueva tabla de encajes, y en marzo del mismo año se redujo nuevamente el plazo

⁴² Esto es, por cada 100 dólares obtenidos en préstamo en el extranjero había que mantener en el banco central (Banco de la República) un depósito de 47 dólares durante un año.

mínimo a tres años y se fijó una tasa de depósito uniforme, con vencimiento a 18 meses, equivalente a 50% del préstamo.

En enero de 1997, además del encaje obligatorio, el gobierno estableció un impuesto, estilo Tobin,⁴³ explícito sobre todos los flujos de capital. El impuesto fue de corta vida, ya que fue declarado inconstitucional en marzo. Como reacción inmediata al fallo de la Corte Constitucional, las autoridades económicas aumentaron de forma drástica los encajes sobre los créditos externos. El plazo mínimo de vencimiento se aumentó a cinco años y se mantuvo la tabla de encajes. En mayo de 1997, se introdujo un sistema más sencillo, similar al aplicado en Chile, de acuerdo con el cual se estableció un encaje uniforme en moneda nacional, con vencimiento a 18 meses, para todos los préstamos. En consecuencia, se abandonó el principio del plazo mínimo de vencimiento y los encajes en dólares fueron sustituidos por depósitos en pesos. Para responder a las presiones creadas por la crisis financiera internacional, en enero y septiembre de 1998 se redujo el monto y el período de tenencia de los depósitos. Finalmente, en mayo del año 2000 se eliminó el encaje, aunque también, como en el caso chileno, se mantuvo la posibilidad de restablecerlo.

Conclusiones

El proceso de instrumentación de control a los flujos de capital en Colombia fue largo y cambiante, a diferencia del chileno, que sufrió menos cambios durante su existencia; aunque es pertinente señalar que en estos momentos tiene una situación similar.

⁴³ El Premio Nobel James Tobin, sugirió crear un impuesto proporcional al volumen de las transacciones de cambio, para actuar sobre los precios y cuyo producto sería incorporado a un fondo especial para financiar inversiones necesarias para el desarrollo. Este mecanismo es conocido como el impuesto Tobin. A fin de reducir la oscilación de los tipos de cambio, de desanimar la especulación con las divisas y de proteger las políticas nacionales frente a la dictadura de los mercados, James Tobin propone un impuesto internacional uniforme de tasa reducida (0.1% a 0.5%) sobre las transacciones en divisas. Este impuesto, penalizaría las operaciones a corto plazo y frenaría los movimientos de capitales especulativos como los que causaron la expansión y luego el colapso de los mercados mexicano y asiático. El "impuesto Tobin", no frenaría el comercio internacional o las inversiones productivas a largo plazo. Gravaría especialmente las ganancias derivadas de transacciones de divisas "de ida y vuelta" a corto plazo (una semana o menos), aproximadamente 80 por ciento de las transacciones de divisas en la actualidad, ver Eichengreen (1999).

Los efectos de los controles se captan, de acuerdo con Ocampo y Tovar (2003) de dos maneras diferentes. En primer lugar, mediante el diferencial de tasas de interés, que refleja el mayor costo del endeudamiento externo; en segundo, por los efectos en los cambios del sistema regulador, que pueden relacionarse básicamente con la sustitución imperfecta entre préstamos de corto y de largo plazo.

Las entradas de capital a Colombia fueron sensibles a los diferenciales de tasas de interés y, en consecuencia, las medidas tomadas efectivamente redujeron el volumen de las corrientes de capital. Además, esta regulación mejoró la estructura de vencimientos de la deuda externa colombiana (Rincón, 2000).

Los encajes no tuvieron los mismos efectos después de que en mayo de 1997 se reemplazara el depósito en dólares para préstamos a plazos inferiores a un determinado mínimo, por un encaje uniforme expresado en pesos que no guardaba relación con el plazo de vencimiento del préstamo. De esto se deduce que el último sistema no fue un sustituto perfecto de la regulación anterior. En especial, el sistema que se aplicaba antes de mayo de 1997 tuvo efectos más fuertes sobre la estructura de vencimientos de los créditos externos. Además, el sistema de encajes en dólares tenía un interesante efecto estabilizador en el costo del endeudamiento externo frente a las fluctuaciones del tipo de cambio, efecto que se perdió con el sistema basado en encajes en pesos.

En resumen, de la experiencia colombiana se obtiene que, los controles sobre los flujos de capital basados en un instrumento de precios efectivamente cumplen una doble función de política cuando un país enfrenta una abundancia de capitales. Por una parte, permiten que las autoridades ejerzan un mayor control monetario y cambiario cuando están sometidas a fuertes presiones por la afluencia de capitales.

Por otra parte, la regulación basada en un instrumento de precios también constituye una "política de pasivos" eficaz que mejora la estructura de vencimientos de las obligaciones externas, con lo cual reduce los riesgos de liquidez. Este doble efecto convierte a los controles descritos en un mecanismo de política aconsejable para reducir la vulnerabilidad de un país a la reversión súbita de las entradas de capital.

Realza aún más la conveniencia de utilizar dichos controles el hecho de que son fáciles de aplicar, no discrecionales y de carácter preventivo, al imponer sanciones más fuertes a las obligaciones de corto plazo en moneda extranjera.

Por último, cabe destacar que, no obstante su efectividad para restringir las entradas de capital y mejorar la estructura de la deuda externa, los controles de capital basados en un instrumento de precios no sustituyen la aplicación de políticas macroeconómicas razonables ni de aquellas destinadas a mejorar la regulación y la supervisión de los sistemas financieros nacionales.

A la luz de lo revisado en el presente capítulo, en el siguiente se analizará cómo se ha comportado la economía mexicana, después del proceso de liberalización financiera, iniciado a fines de 1990, que incluye una libertad prácticamente absoluta al flujo de capitales, y que contribuyó al estallido de la crisis financiera de 1994-1995.

Capítulo 3. Flujos de capital en México

3.1 Antecedentes: la necesidad de cambio estructural

La administración del presidente Miguel de la Madrid asume el gobierno en el contexto del estallido de la crisis de 1982, con la visión de que dicha crisis era estructural, por lo que para resolverla se requería transformar radicalmente el modelo de desarrollo tradicional que se había centrado en la llamada sustitución de importaciones y que había tenido un receso con el auge petrolero. Este modelo era fuertemente proteccionista y su dinámica dependió del liderazgo del Estado, que debía incurrir en déficit públicos cada vez mayores e insostenibles.

Por ello, en el curso del sexenio 1982-1988 se aplica una nueva estrategia económica con la idea de llevar a cabo una profunda reforma estructural de gran parte de la economía nacional. Con ésta se buscaba conformar un nuevo modelo de economía abierta a la economía internacional, en la que la acumulación de capital estuviera orientada predominantemente por el mercado, donde el Estado promoviera sólo una nueva regulación pública, siempre bajo el liderazgo de las empresas privadas, procurando con ello que el país encontrara una nueva inserción en la economía internacional más acorde con las tendencias a la globalización que caracterizan al desarrollo actual (Plan Nacional de Desarrollo, 1983-1988). Todo esto tuvo su fundamento ideológico en el llamado Consenso de Washington.

El alcance de los cambios promovidos por esta estrategia durante el periodo 1983-1987 pueden resumirse diciendo que en este periodo se establecieron las bases de un nuevo modo de actuación pública para la actividad económica, dejando un lugar más amplio de la economía de mercado. El proceso fue complejo y altamente inestable, pero como consecuencia del mismo se definió una estructura que entretejió un nuevo poder bajo el liderazgo de un conjunto de grandes empresas privadas altamente dinámicas y con gran capacidad de adecuación al cambio.

No obstante, las transformaciones realizadas con la reforma económica hasta 1988 sólo produjeron la reorganización del marco institucional para la actividad económica, sin dinamizar el proceso de acumulación productiva y crecimiento económico. Efectivamente, en el periodo 1983-1988 la economía nacional estuvo sumida en un profundo estancamiento, con la excepción del sector financiero bursátil que mostró gran vitalidad (Villarreal, R. 1997).

3.1.1 Cambio estructural y financiamiento

La consolidación de la reforma económica necesitaba concretar una expansión productiva bajo las nuevas reglas, promoviendo el crecimiento del producto y del empleo que demandaban los distintos agentes económicos. Teniendo definidas las nuevas bases y reglas del modelo económico, el desafío fue profundizar la reforma económica al tiempo que se cumplía un ciclo de crecimiento económico sostenido de largo plazo que consolidara la nueva economía.

Para enfrentar este desafío se requería satisfacer dos fuertes necesidades financieras. La primera era la de posibilitar un gran ciclo de inversión productiva que resolviera la grave situación de la industria, la infraestructura y los servicios, creada por el estancamiento de los años ochenta, ya que durante estos años no se había concretado inversión productiva relevante sino que se había destruido parte del acervo de capital productivo en el país.

Concretar ese ciclo de inversión requería satisfacer una fuerte demanda de financiamiento en condiciones en que la oferta de fondos existente en el país para estos fines no parecía suficiente para atenderla, debido a las condiciones generadas por la misma crisis de 1982, a propósito de la necesidad de atender los pagos externos y el efecto negativo sobre el ahorro interno neto que ello provocó.

La segunda cuestión financiera importante para consolidar el nuevo modelo económico era la que resultaba de la necesidad de profundizar la apertura externa en el sector financiero ante la perspectiva: de radicalizar la reforma económica, pero también por las exigencias de la Ronda de Uruguay del GATT en lo referente a la

liberalización de los servicios financieros, a lo que luego se sumarían las exigencias que plantearía la negociación del Tratado de Libre Comercio con Canadá y Estados Unidos (Garrido y Peñalosa, 1994).

Esta apertura financiera resultaba muy atractiva porque con ella se facilitaba el camino para que las empresas y el gobierno pudieran volver a los mercados financieros internacionales voluntarios, ampliamente globalizados y con costos y plazos mucho más favorables que los que podía ofrecer el constreñido del mercado local.

La escasez de recursos nacionales llevó a que las autoridades vieran al exterior como una fuente de capitales para reiniciar el crecimiento, esto en consonancia con las tendencias mundiales de apertura comercial y financiera. En este sentido, para que la economía mexicana pudiera dar cuenta de procesos de inversión era fundamental que el sistema financiero —instituciones, mercados e instrumentos— desempeñara eficientemente las grandes funciones de manejar el sistema de pagos, así como las de captar el ahorro financiero nacional y del exterior, y asignar adecuadamente los fondos para el financiamiento de la inversión (Aspe, 1993).

Sin embargo, desde la nacionalización bancaria de finales de 1982 y hasta 1988 se había caído en una situación de represión financiera⁴⁴, lo que se combinó con la acumulación de factores adversos para la economía nacional entre los que destacan los siguientes:

- Por una parte, la restricción financiera externa surgida a partir de que el país se vio excluido de los mercados financieros internacionales voluntarios por la crisis de la deuda. Esto significó la interrupción de los flujos de ahorro externo neto requeridos para financiar la economía nacional, lo que se hizo especialmente crítico durante la larga renegociación con los acreedores externos realizada entre 1985 y 1986. Sobre esta base, en un ambiente de alta inflación e incertidumbre cambiaria, se creó una fuerte restricción financiera interna para el sector

⁴⁴ Para ver las características de la represión financiera ver Fry (1990). Las principales son: Encaje legal alto, tasas de interés administradas por la autoridad nacional, cajones de crédito obligatorio, etc.

privado, debido a que el gobierno necesitaba prioritariamente los fondos para cumplir con los compromisos de la deuda externa, lo que llevó que el financiamiento del déficit público dominara el sistema financiero nacional.

- Desde el punto de vista del sistema bancario, esta situación hizo que la captación se realizara a través de tasas de interés determinadas administrativamente por debajo de las tasas de mercado, y negativas en términos reales para diversos periodos. También la asignación de los fondos que los bancos nacionalizados otorgaban para el financiamiento de la economía era decidida por el gobierno, mediante la captación de los fondos por el mecanismo del encaje y la aplicación de los mismos a la compra de títulos de deuda pública. Por este medio, el gobierno lograba retener partes sustanciales de los fondos captados por la banca para atender las necesidades financieras mencionadas. Sin embargo, ese financiamiento público vía la banca no fue suficiente para cubrir los requerimientos del déficit, por lo que para evitar el efecto inflacionario de financiarse mediante emisión directa, el gobierno optó por incrementar la emisión de títulos de deuda pública de corto plazo en el mercado de valores, con tasas de rendimientos superiores a las ofrecidas por la banca.

Para ello, en 1985 se reformó la legislación financiera estableciendo restricciones al financiamiento directo que el Banco de México podía otorgar al Gobierno federal, se definió el papel del mercado de valores y de las casas de bolsa en el financiamiento a la deuda pública interna y se autorizó la participación de particulares en la serie "B" de los consejos accionarios de los bancos nacionalizados.

- Con esta base legal se articuló la estructura de la deuda pública en donde el Gobierno emitía títulos de deuda que colocaba en el mercado de valores por medio de las casas de bolsa, los que eran adquiridos

predominantemente por las tesorerías de las grandes empresas que tenían altos niveles de liquidez y carecían de opciones comparables en la inversión productiva, dado el contexto recesivo. Esto permitió reorientar la liquidez para financiar el déficit financiero del sector público y que las grandes empresas obtuvieran importantes ingresos que en muchos casos compensaron pérdidas operativas.

- Las restricciones a los bancos para operar en el mercado de valores y las diferencias entre las tasas bancarias y los rendimientos en el mercado de valores, llevaron a que cayera la captación bancaria y que los fondos se desplazaran hacia el mercado de títulos de deuda pública dentro del mercado de valores.
- La desintermediación bancaria también se vio alimentada por el hecho de que muchos ahorradores decidían colocar sus fondos en cuentas en dólares fuera del país, buscando rendimientos efectivos y coberturas frente a los riesgos cambiarios e inflacionarios (Aspe, 1993).

Por otra parte, este ambiente de represión financiera, alta inflación e incertidumbre cambiaria significó que quienes retuvieron sus fondos en pesos los colocaron a plazos muy cortos, reduciendo el horizonte temporal de los valores en todo el sistema.⁴⁵

Los avances en el ajuste estructural de la economía mexicana iniciado en 1983, hicieron posible que a partir de 1989 se desarrollara un ciclo de crecimiento del producto, al tiempo que se profundizaban y aceleraban las medidas de reforma estructural, entre las que destacan las que llevaron a la estabilidad macroeconómica y las de reforma al sistema financiero.

⁴⁵ La alta inflación tuvo otros dos efectos adicionales. Por un lado, debilitó el sistema de pagos, dado que la incertidumbre sobre el valor futuro de la moneda conducía a que las deudas y compras de importancia tendieran a establecerse en dólares. Por el otro, incrementó el ahorro público forzado al generar transferencias de ingresos del sector privado al público en lo que se denominó como impuesto inflacionario.

Desde 1988 comenzó a disminuir la fluctuación de los precios y a descender el nivel de inflación, como consecuencia del éxito obtenido en la aplicación de un plan de estabilización cuyo objetivo era que la tasa de inflación en el país llegara a los niveles de las de sus principales socios comerciales. Ese plan se cumplía mediante un sistema de pactos renovados periódicamente con ajustes parciales de sus objetivos.⁴⁶ Para lograr esa estabilización se utilizaron algunos precios macroeconómicos como "anclas". Fue así que se congeló en términos relativos la tasa de cambio del peso respecto al dólar, lo que llevó a pasar de una situación de subvaluación a otra de sobrevaluación de la moneda nacional. También se fijaron los precios de los bienes públicos en el marco de una estrategia de reforma del Estado y de racionalización presupuestal. Por último, el salario real se congeló en términos relativos y se retomó a plazos anuales para la negociación de los salarios. Las empresas privadas acordaron que procurarían no incrementar los precios de sus productos, lo que se tradujo en una disminución muy marcada en el cambio de los mismos. Esto junto al incremento de la competencia externa por efecto de la apertura comercial iniciada en 1986 les significó a dichas empresas un fuerte descenso de sus márgenes de utilidad.

3.1.2 Reforma del sistema financiero mexicano

Desde 1989, aunque con antecedentes en 1988, se llevaron a cabo diversas modificaciones a la reglamentación del sistema financiero, siguiendo los principios generales de desregulación, liberalización y privatización que orientaban el conjunto de la reforma económica en México y gran parte del mundo. Con la reforma al sistema financiero se buscaba superar la situación en la que el mismo se encontraba como consecuencia de la crisis de la deuda. El objetivo general de la reforma era que dicho sistema pudiera contribuir activamente en la consolidación del nuevo modelo económico, promoviendo la captación de fondos internos y externos, y su aplicación a

⁴⁶ La política de pactos se inició en diciembre de 1997, con el llamado Pacto de Solidaridad Económica.

la inversión en condiciones de competitividad internacional. Esa reforma financiera se caracterizó por cuatro grandes aspectos (Garrido y Peñalosa, 1996):⁴⁷

a) Cambio en la modalidad de operación de los bancos y en las condiciones para la formación de las tasas de interés en ese sector. En lo relativo a la captación, primero se liberalizaron las tasas de las aceptaciones bancarias y luego las de los otros instrumentos de captación, lo que significó que se eliminaban las restricciones a los intermediarios para establecer las tasas de interés pasivas.

Posteriormente se autorizaron nuevos instrumentos para la captación en pesos, tales como los bonos bancarios, las cuentas productivas y los depósitos a la vista sin chequera; también se autorizó la captación de depósitos en dólares a la vista y a plazo, así como la creación de pagarés en dólares.

En lo que hace a la asignación de fondos, primero se eliminaron los cajones de crédito obligatorio, para posteriormente autorizar que los bancos decidieran libremente la asignación de los fondos y la definición de las tasas activas conforme a las condiciones del mercado. Asimismo, se sustituyó el encaje obligatorio por un coeficiente de liquidez de 30% de la captación, el cual desapareció un poco más tarde.⁴⁸

Finalmente, en septiembre de 1991 se eliminó el coeficiente de liquidez sobre la captación en pesos que se realizara a partir de dicho mes.

b) La reforma financiera se vio impulsada por la renegociación, reestructuración y reducción de la deuda pública externa e interna, lo que tuvo un impacto fundamental para reorientar los flujos financieros entre el país y el resto del mundo, así como entre agentes dentro de la economía nacional. Respecto a la deuda pública externa, la administración del presidente Salinas de Gortari procedió a renegociarla y

⁴⁷ Son varios los autores que han descrito el proceso de liberación financiera, por ello aquí sólo hacemos un breve resumen y remitimos a las fuentes originales: Aspe, 1993; Mansell, C. 1994; Ortiz, 1993, entre otros.

⁴⁸ Como medida preventiva para contrarrestar la eliminación del encaje legal, en 1991 se introdujeron reglas para calificar la cartera de los bancos, fijándose reservas preventivas por rangos de calificación y posteriormente se establecieron reglas de capitalización de las instituciones de banca múltiple con base en el Acuerdo de Basilea, a partir de lo cual se siguió un programa de metas que concluiría al establecerse el 8% de capitalización mínima a partir de 1993.

reestructurarla buscando reducir montos y tasas, así como ampliar plazos, todo ello con el fin de liberar recursos para apoyar el crecimiento. La negociación fue relativamente exitosa en la medida en que impactó favorablemente la confianza de los inversionistas externos y locales, abriendo paulatinamente el camino para que México regresara a los mercados financieros internacionales voluntarios.

En lo que se refiere a la deuda pública interna se redujeron significativamente sus montos, lo que fue consecuencia por un lado de las amortizaciones que el gobierno realizó con parte de los fondos obtenidos por vender empresas públicas.

Junto con esta reducción de los montos se ampliaron los plazos de la deuda pública interna, la reducción y reestructuración de la deuda pública interna tuvo tres efectos relevantes en cuanto a la orientación de los flujos financieros. Por una parte liberaron fondos en el sistema, provocando un cambio en la relación entre el financiamiento otorgado por los bancos comerciales a los sectores públicos y privados en beneficio del último. Por la otra, se ampliaron plazos en el vencimiento de los títulos de deuda pública interna, lo que contribuyó a que se ampliaran los plazos para el conjunto de los activos financieros. Por último, la situación superavitaria del Gobierno cambió sustancialmente el significado del mercado de títulos públicos dentro del mercado de dinero, posibilitando que por primera vez aquel mercado de títulos de deuda pública comenzara a servir para la regulación monetaria bajo una lógica de operaciones de mercado abierto.

c) Cambios regulatorios y legales que significaron la creación de algunas instituciones y la transformación de otras ya existentes, con efectos trascendentes para la importancia relativa de los distintos actores financieros en economía nacional.

Por una parte, registran cambios en el funcionamiento del mercado accionario siguiendo tendencias mostradas en un conjunto de países en desarrollo en cuanto a la liberalización de dichos mercados para posibilitar la programación de inversionistas extranjeros en los mismos.

En 1989 se aprobó la Ley de Agrupaciones Financieras por la cual se autorizó la constitución de grupos financieros, fijando las modalidades y características para la formación de los mismos.

Lo más destacado es que se facultó a los grupos financieros encabezados por una controladora para incorporar todo tipo de instituciones financieras, con el límite de que sólo podían tener una institución de cada tipo con la excepción de sociedades de inversión y aseguradoras de distinto ramo. Esta organización en torno a una sociedad controladora sería finalmente la forma predominante de organización que adoptaron los grupos financieros en el país.

Por otra parte, en junio de 1990 se aprobó la reforma constitucional por la cual se restableció el régimen de banca mixta, a partir de lo cual se inició la privatización de los 18 bancos existentes, bajo la conducción de un Comité de Desincorporación constituido por la Secretaría de Hacienda para ese fin.

d) Promover una apertura gradual y lenta del sistema financiero nacional a la competencia externa, lo que se dio en el marco de las negociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte que México estableció con Canadá y EU. Esta decisión significaba poner fin al proteccionismo que había gozado el sector financiero del país durante muchas décadas, lo que representó un cambio radical en las condiciones de operación y competencia financiera. Al mismo tiempo, se esperaba que esta nueva relación con el exterior facilitara el cauce para que consolidara la presencia que los intermediarios financieros mexicanos venían teniendo en el mercado estadounidense, lo que no sucedió.

Con la liberación financiera se sentaron las bases para que el ahorro externo fluyera al país en busca de las ganancias que no podía obtener en sus países de origen; así, mediante diversas formas se fue generando un cúmulo de recursos procedentes del exterior que se introdujeron fundamentalmente a través de un sistema financiero liberalizado y privatizado que, en busca también de ganancias, no fue lo suficientemente cuidadoso en la asignación de esos recursos, lo que trajo como consecuencia un sobreendeudamiento para el país.

Para el análisis de los flujos de capital hacia la economía nacional, donde el sistema financiero jugó un papel definitivo, es preciso diferenciar dos periodos: el primero que va del inicio de la liberación financiera hasta la crisis de finales de 1994 y, el segundo, de 1995 hasta la fecha. Esta diferenciación se basa en las políticas que se instrumentaron en esos periodos, especialmente en lo que se refiere al régimen cambiario y a la política monetaria.

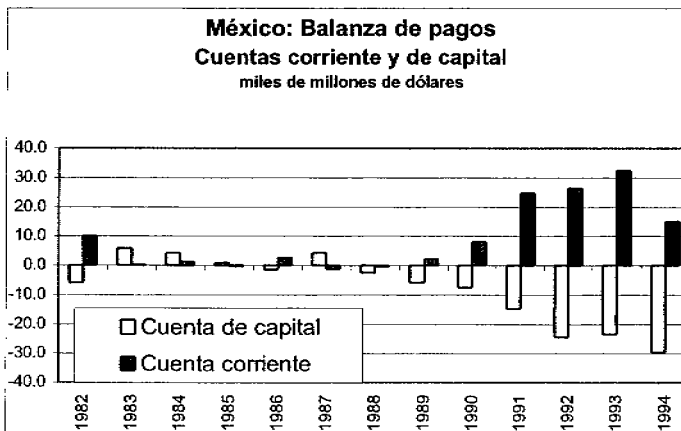
3.2 Los flujos de capital a la economía mexicana 1988-1994

A partir del inicio de la liberación financiera y la renegociación de la deuda externa, los capitales empezaron a fluir en cantidades considerables hacia la economía mexicana, después de casi seis años de estar alejados de los mercados internacionales de capital. Como se vio anteriormente, este fenómeno también se presentó en varios países en vías de desarrollo, incluyendo América Latina.

3.2.1 Flujos de capital en la balanza de pagos

Como se puede apreciar en el siguiente gráfico, a partir de 1989 se presenta un creciente superávit en la cuenta de capitales, después que desde 1983 el saldo había sido positivo en promedio.

Gráfico 3.1



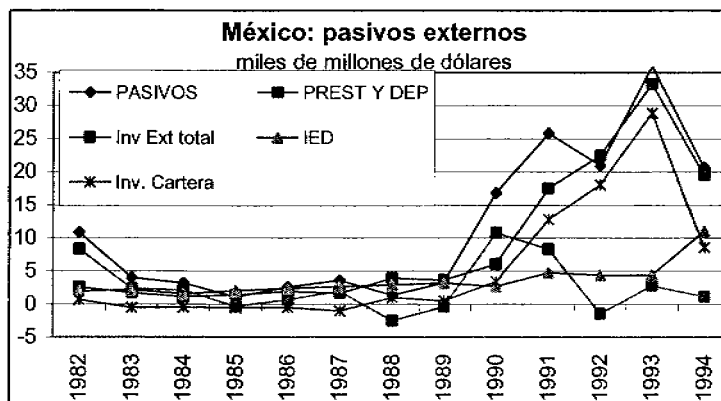
Fuente: elaborado con datos de INEGI

Al superávit en la cuenta de capitales corresponde un déficit en la cuenta corriente, también muy grande, llegando en 1994 a casi 30,000 millones de dólares. Cabe recordar que la magnitud de este déficit fue una de las causas por las que estalló la crisis económico-financiera al final de ese año.

Hasta antes de la apertura económica y la liberación de la cuenta de capitales, el déficit de la cuenta corriente había sido financiado de distintas maneras de acuerdo con el periodo. Así, el ahorro externo, que siempre ha sido necesario para la economía mexicana, "...ha adoptado diferentes formas a lo largo de la evolución económica del país. Efectivamente, si bien la inversión extranjera directa fue una importante fuente de recursos durante la etapa de industrialización, paulatinamente perdió importancia en la década de los años setenta en favor del endeudamiento, de carácter público fundamentalmente. Durante la mayor parte de la década de los ochenta, el ahorro externo no fluyó al país ya que, como resultado de la crisis de la deuda de 1982, México quedó al margen de los mercados internacionales de capital. Así, debido al plan de ajuste instrumentado entre 1982 y 1988, el ahorro interno fue más que suficiente para cubrir la inversión, canalizándose el excedente al pago de las obligaciones con el exterior. Cabe recordar que los volúmenes de inversión durante ese periodo han sido los más bajos de los últimos años, lo que se tradujo en un crecimiento prácticamente nulo del nivel de actividad económica" (Gómez y Patlán, 2003).

Sin embargo, las formas que adopta el ahorro del exterior durante el periodo 1988-1994 fueron fundamentales para explicar la crisis financiera. En el siguiente gráfico se puede observar la composición de la entrada de capitales a nuestra economía en el periodo aludido.

Gráfico 3.2



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico

Es notorio cómo crecen los flujos de capital externo, que significan pasivos adicionales, a la economía mexicana a partir de 1990; así, en 1993 superan inclusive los 35,000 millones de dólares.

Estos pasivos se componen de: a) depósitos y préstamos, e b) inversión extranjera. Como se ve en el gráfico, la mayor parte se debe a la inversión del exterior, pero resulta interesante observar que esa inversión es fundamentalmente de cartera, esto es, en los mercados financieros, y sólo una pequeña parte es inversión extranjera directa, que como ya se mencionó en el capítulo anterior, sería la más conveniente para completar el insuficiente ahorro interno.

México: Inversión extranjera total
miles de millones de dólares, flujos anuales

Año	Inversión extranjera total	Directa	Cartera	Accionaria	Valores mn	Públicos	Privados	Valores me	Públicos	Privados
1982	2.55	1.90	0.65	0.00	0.00	0.00	0.00	0.65	0.65	0.00
1983	1.67	2.19	-0.52	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.52	-0.52	0.00
1984	1.11	1.54	-0.44	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.44	-0.44	0.00
1985	1.39	1.98	-0.60	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.60	-0.60	0.00
1986	1.88	2.40	-0.52	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.52	-0.52	0.00
1987	1.63	2.63	-1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-1.00	-0.93	-0.07
1988	3.88	2.88	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	1.39	-0.39
1989	3.63	3.18	0.45	0.49	0.00	0.00	0.00	-0.04	-0.15	0.11
1990	6.04	2.63	3.41	1.99	0.00	0.00	0.00	1.41	0.28	1.14
1991	17.51	4.76	12.75	6.33	3.41	3.41	0.00	3.01	1.67	1.34
1992	22.43	4.39	18.04	4.78	8.15	8.15	0.00	5.11	1.55	3.56
1993	33.21	4.39	28.82	10.72	7.41	7.01	0.39	10.70	4.87	5.83
1994	19.52	10.97	8.55	4.08	-2.23	-1.94	-0.28	6.69	3.98	2.71

Fuente: elaboración propia con datos de Banxico

En el periodo que va de 1990 a 1994, el total de inversión extranjera que llegó a nuestro país fue de alrededor de 100,000 millones de dólares, pero sólo el 27.5 por ciento fue inversión directa, es decir, recursos que pueden clasificarse como de largo plazo y que, por lo tanto, pueden ser utilizados en proyectos que no requieran una revolvencia inmediata. La inversión de cartera por su parte representó el 72.5 por ciento del total en ese periodo, siendo 44 por ciento en valores, de los cuales la mayoría eran emitidos por el sector público (29 por ciento de la inversión total), la mayor parte de ellos denominados en moneda extranjera, básicamente dólares. Los valores emitidos por el sector privado nacional y adquiridos por extranjeros fueron casi en su totalidad denominados en moneda del exterior, y llegaron a representar 14 por ciento del total de la inversión extranjera que ingresó al país entre 1990 y 1994.

Se puede apreciar también en el cuadro anterior que la inversión total casi se triplica en 1991 respecto de 1990, pero la que más aumenta es la de cartera. Dentro de la composición de esta última es notable que la accionaria, esto es, la que se refiere a la adquisición de acciones de empresas mexicanas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, haya llegado a hasta más de 10,000 millones de dólares un año antes de la crisis. En ese mismo año, la adquisición de valores (fundamentalmente gubernamentales) denominados en moneda nacional por parte de extranjeros llegó a más de 7,000 millones de dólares, cifra inferior sin embargo a la adquisición de valores gubernamentales denominados en moneda extranjera (más de 10,000 millones de

dólares). En 1993, previo a la crisis, el país recibió una gran cantidad de ahorro externo que significó un endeudamiento creciente, todavía en 1994 los flujos de capital externo fueron positivos, destacando un aumento en la IED, que superó incluso a la de cartera, pero los datos de esta última ya muestran las dudas de los inversionistas del exterior acerca de la viabilidad del desarrollo de nuestra economía bajo esas circunstancias.

De lo anterior, se desprende que el flujo de capitales hacia la economía mexicana en el periodo analizado estuvo claramente sesgado hacia la adquisición de activos financieros, principalmente emitidos por el gobierno, cuya maduración es muy corta. Esta característica hace que la inversión sea muy volátil y que en cualquier momento pueda abandonar el país, tal y como sucedió a finales de 1994.

3.2.2 Inversión externa en activos financieros

Esto se puede apreciar también si se analizan los agregados monetarios en la economía mexicana. Como se sabe, los agregados monetarios representan los activos financieros que circulan en una fecha determinada, y su clasificación puede dar una idea clara de la importancia de la inversión del exterior en este sector.

México: agregados monetarios
porcentajes

Año	M4	M3	M2	M1	M4-M2	M3-M2	M4-M3
1988	100.0	95.8	95.2	16.8	4.8	0.7	4.2
1989	100.0	95.6	95.2	15.5	4.8	0.4	4.4
1990	100.0	94.3	92.1	17.5	7.9	2.2	5.7
1991	100.0	92.5	87.7	29.2	12.3	4.8	7.5
1992	100.0	93.2	83.3	28.6	16.7	9.9	6.8
1993	100.0	93.3	81.2	27.0	18.8	12.0	6.7
1994	100.0	90.9	77.0	22.6	23.0	13.9	9.1

Fuente: Elaborado con datos de Banxico

- M1 incluye monedas y billetes en circulación, depósitos en cuentas de cheques de residentes en el país tanto en moneda nacional como extranjera y depósitos en cuenta corriente en bancos residentes.
- M2 incluye, además de M1, los activos financieros internos en poder de residentes en el país.
- M3 incluye a M2 más activos financieros internos en poder de no residentes en el país.
- M4 incluye M3 y la captación de sucursales y agencias de bancos mexicanos en el exterior.⁴⁹

Si a M4 se le resta M2 quedan los activos financieros nacionales en poder de no residentes en el país, esto es, aquellos extranjeros que decidieron comprar instrumentos financieros mexicanos porque les resultaban interesantes por el rendimiento que se ofrecía.⁵⁰ Así, se puede ver que el resultado de esta resta fue creciendo durante el periodo analizado hasta alcanzar casi una cuarta parte de todos los activos financieros nacionales en 1994, lo cual es un indicador del riesgo que se estaba corriendo en esos momentos, pues si esos inversionistas extranjeros encontraban una mejor opción en otra parte del mundo, tranquilamente podían liquidar sus tenencias, cambiar pesos por dólares, sacar su capital del país e invertirlo donde quisieran.

Es conveniente señalar que la mayor parte de esos activos nacionales en poder de no residentes en el país estaban constituidos por valores emitidos por el gobierno mexicano. Al respecto resulta interesante ver cómo se distribuía esta tenencia de valores gubernamentales de acuerdo al instrumento en concreto.

⁴⁹ Aquí debemos entender por bancos mexicanos a las instituciones que de acuerdo con la Ley de Instituciones de Crédito, están constituidas como sociedades anónimas bajo las leyes mexicanas aunque los accionistas no sean mexicanos. Por lo tanto, en M4 se incluye lo que captaron estas instituciones mediante sus sucursales y agencias en el extranjero.

⁵⁰ Es pertinente aclarar que dentro de los agregados monetarios no se incluyen las acciones de empresas.

Inversión Extranjera en Valores Gubernamentales

Saldos vigentes a valor nominal de fin de período

Miles de millones de dólares

Año	CETES		BONDES		TESOBONOS		AJUSTABONOS		TOTAL	
	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%
1991	3.0	54.1	0.7	13.3	0.3	4.7	1.5	27.6	5.5	100
1992	9.2	64.3	1.2	8.7	0.2	1.4	3.6	25.6	14.2	100
1993	15.4	70.2	0.8	3.9	1.3	5.9	4.4	20.1	21.9	100
1994	2.5	12.3	*	0.1	17.4	85.0	0.5	2.6	20.5	100

Fuente: elaborado con datos de Banxico

En un principio, cuando se aceptó la inversión extranjera en valores internos, lo Certificados de la Tesorería (Cetes) fueron los preferidos por los inversionistas tanto nacionales como del exterior. En 1993, del total de la inversión extranjera en valores gubernamentales, dichos instrumentos alcanzaron el 70 por ciento, mientras que en segundo lugar se ubicaban los Ajustabonos con 22 por ciento; Tesobonos y Bondes tenían unas posiciones relativamente pequeñas.

Sin embargo, para 1994, cuando la situación económica iba mostrando paulatinamente su deterioro, los inversionistas del exterior vieron como mejor opción a los Tesobonos, pues era un instrumento que los cubría del riesgo cambiario, mismo que iba aumentando a medida que las reservas internacionales del país descendían⁵¹ y el déficit en cuenta corriente aumentaba.⁵² En ese año la tenencia de Cetes cayó de más de 15,000 millones de dólares a apenas 2.5 mil millones, lo que representó sólo el 12 por ciento del total; en cambio, los Tesobonos llegaron a representar 85 por ciento de toda la inversión extranjera en este sector, lo que equivalió a más de 17,000 millones.⁵³

⁵¹ En 1994 las Reservas Internacionales cayeron en más de 18,000 millones de dólares; es decir, alrededor de 72 por ciento del total (Banxico, 1995).

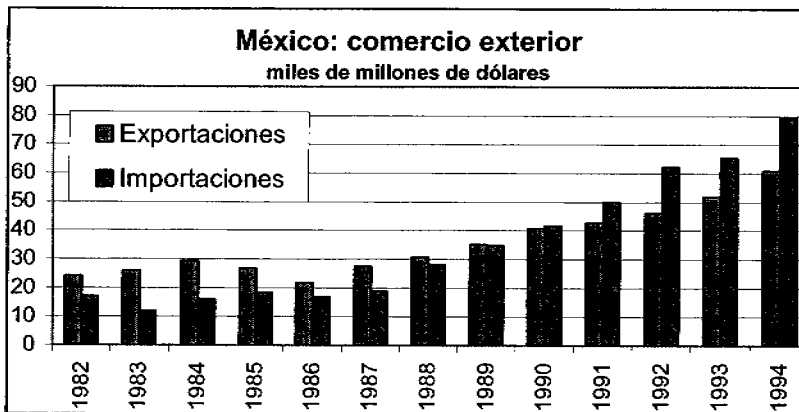
⁵² No hay que olvidar que durante el período analizado, el tipo de cambio del peso contra el dólar se mantuvo semifijo, esto para que pudiera funcionar como "ancla" antiinflacionaria; por ello, a medida que se perdían reservas internacionales y el déficit en cuenta corriente se ampliaba, los inversionistas empezaron a dudar sobre la fortaleza de la moneda nacional y paulatinamente fueron liquidando sus tenencias de valores gubernamentales o adquiriendo Tesobonos.

⁵³ Esta cifra corresponde a diciembre de 1994, cuando muchos inversionistas incluso se habían deshecho de esos instrumentos; de hecho, durante 1994 la tenencia de Tesobonos llegó a cerca de los 30,000 millones de dólares (Banxico, 1996)

3.2.3 Los flujos de capital y la cuenta corriente

Las enormes entradas de capital a la economía mexicana conllevan dos efectos, por una parte, se puede acumular parte de ellas como divisas que aumenten las reservas internacionales; por la otra, las divisas se canalizan al mercado correspondiente, lo que afecta el valor del dólar frente al peso. Al haber cierta abundancia de moneda estadounidense, el peso mantiene un precio relativamente alto, lo que a su vez estimula las importaciones y puede frenar las exportaciones. Es decir, como se señaló anteriormente como una experiencia en América Latina, la entrada masiva de capitales, con tipo de cambio fijo o semifijo, provocan la apreciación de la moneda nacional. Esta apreciación se manifiesta en la balanza comercial.

Gráfico 3.3

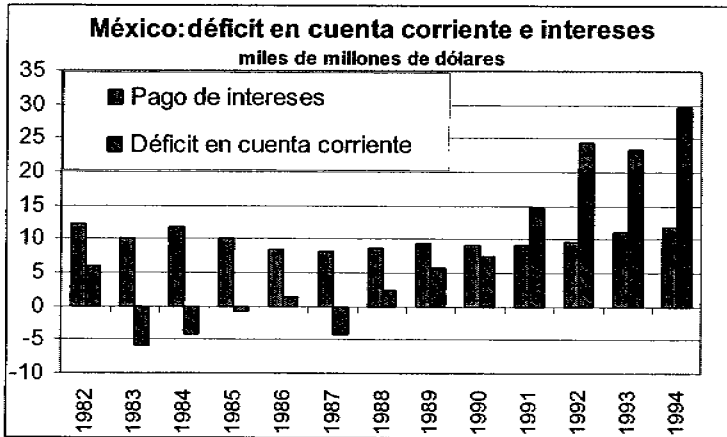


Fuente: elaboración propia con datos de INEGI

En el gráfico se ve claramente cómo a partir de 1990, cuando iniciaron las entradas de capital masivamente, las importaciones crecen más que las exportaciones, generando un déficit comercial creciente, que superó los 18,000 millones de dólares. Esto significa que gran parte de las entradas de capital regresaron al exterior como pago por la importación de mercancías.

Pero no sólo ello, las divisas que ingresaron al país también se orientaron a otros rubros, especialmente al pago de intereses y repatriación de utilidades de empresas transnacionales (Villarreal, 1997).

Gráfico 3.4



Fuente: Elaborado con datos de INEGI

Los intereses pagados por la deuda rondaron los 10,000 millones de dólares en promedio desde 1982 hasta 1994 por lo que han significado una sangría constante para la economía nacional, llegando en ocasiones a pedir prestado para pagar los intereses y no para invertir productivamente.

De esta forma, gran parte de los capitales recibidos desde la apertura financiera tuvieron la característica de ser inversión de cartera y de corto plazo, lo que brindaba la posibilidad —y así se hizo— de retirarse de inmediato; además, esos recursos no siempre se utilizaron de la manera más productiva, por lo que se fue ampliando el desequilibrio externo, piedra angular para explicar la crisis de 1994.

Si en ese periodo se hubiera tenido el cuidado de imponer algún tope a la entrada de capital especulativo, tal vez la desproporción entre inversión directa y de cartera no hubiera sido tan grande y, a la salida de esta última, no se hubieran tenido tantos problemas; de todas formas ese capital especulativo no parece haber aportado grandes impulsos al aumento de la producción y la productividad de nuestra economía.

Al igual que otros países de la región, México se volvió vulnerable ante las salidas de capital pues se dependió de estos capitales para comprar del exterior lo necesario para que la economía más o menos caminara. Cuando los capitales dejaron de entrar y, por el contrario, comenzaron a irse, fue imposible comprar del exterior los productos intermedios y los bienes de capital necesarios para la producción; esto provocó que la actividad económica se frenara abruptamente.

La devaluación que se presentó a finales de 1994, que generó la salida masiva de capitales, lo que a su vez aumentó la magnitud de la devaluación, condujo a que se abandonara el esquema cambiario de deslizamiento controlado que se había instaurado desde 1988; con ello dio un cambio muy importante la política monetaria en general, lo que implicó un cambio también en la forma y dimensión que adoptaron los flujos de capital a la economía nacional.

3.3 Los flujos de capitales en el periodo 1995-2003

A partir de la macrodevaluación de diciembre de 1994, el gobierno en general se vio obligado que reconsiderar su programa de desarrollo, pues esa crisis fue de tal magnitud que inclusive tomó prácticamente a todo el mundo por sorpresa; algunos la denominaron como la primera crisis financiera de la globalización financiera.⁵⁴ El sistema financiero internacional no estaba preparado para el manejo de este tipo de fenómenos, por lo que se tuvo que instrumentar un paquete de ayuda *sui generis*, nunca antes utilizado, en el que intervinieron decididamente el Gobierno de los Estados Unidos de América y el Fondo Monetario Internacional como agentes principales⁵⁵,

⁵⁴ La economía mexicana incluso gozaba de cierto prestigio antes del estallido de la crisis, lo cual se manifestaba en las calificaciones que daban las agencias especializadas en aquel momento.

⁵⁵ El FMI dio crédito por 17,000 millones de dólares; en tanto que EUA lo otorgó por 30,000 millones. Aunque no es el tema de esta investigación, es imposible sostener que la mayor parte de esos fondos se utilizaron para pagar a los acreedores privados, muchos de los cuales eran de EUA y el costo del ajuste recayó en la mayoría de la población mexicana.

cuyo objetivo central fue tratar de que no estallara una crisis mundial que hubiera sido de dimensiones insospechadas.⁵⁶

El cambio en la política económica en México, es decir, un plan de ajuste y estabilización, se dio en casi todas las áreas (Banco de México, 1995). Los lineamientos principales fueron:

- Política comercial. Se mantuvo la política de apertura comercial y se profundizó en el establecimiento de nuevas negociaciones para establecer más acuerdos de libre comercio.
- Reestructuración de la deuda. Se negoció para permitir que la estructura de vencimientos de la deuda aumentara de plazo, para dar mayor margen de maniobra a las autoridades.
- Política fiscal. Se instrumentó un ajuste fiscal para lograr el ahorro público necesario para enfrentar las obligaciones; además, esto era necesario para controlar la inflación.
- Política monetaria. En esta materia, que es parte del tema de este trabajo, se dieron cambios muy relevantes: se cambió de ancla nominal para contener la inflación. Efectivamente, ante la imposibilidad de manejar el tipo de cambio, se optó por manejar el crédito interno para afectar las tasas de interés y, con ello, la demanda agregada. Esto llevó a que la política fuera contraccionista para reducir la inflación se concentrara en la reducción del crédito interno.
- Política cambiaria. La devaluación del peso y el rápido agotamiento de las reservas internacionales provocaron que el Banco de México no pudiera intervenir ordenadamente en el mercado de cambios, por lo que a partir de ese momento se optó por una política cambiaria de flotación con

⁵⁶ México se convirtió una vez más en objeto de estudio en gran parte del mundo; la crisis mexicana, conocida como el efecto tequila, fue analizada desde muy diferentes aspectos y, de hecho, fue el primer impulso para iniciar las negociaciones sobre la llamada "Nueva arquitectura del sistema financiero internacional" (ver Ocampo, 1999, Eichengreen, 2000; Stiglitz, 2002 entre otros muchos).

intervenciones esporádicas (flotación sucia), para evitar apreciaciones o depreciaciones abruptas, pero con la intención de que la moneda nacional tomará su valor real, porque la sobrevaluación que se dio hasta 1994 resultó catastrófica (Villarreal, 1997).

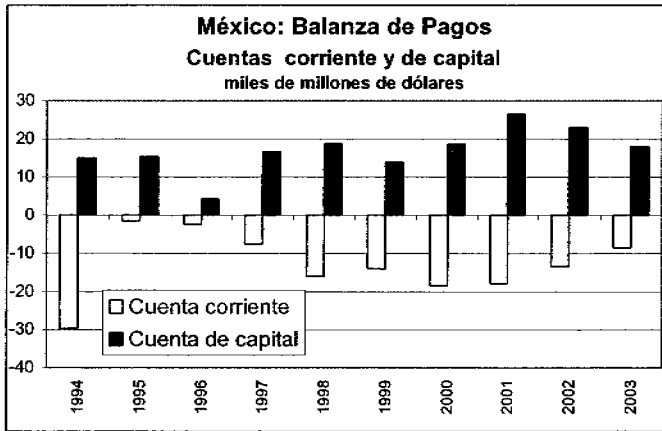
La modificación de las políticas monetaria y cambiaria marcó un cambio de rumbo en cuanto a los flujos de capitales en la economía mexicana. Como ya se mencionó con anterioridad en este trabajo, el tipo de cambio flotante, además de permitir un uso más discrecional de la política monetaria, puede servir como un disuasivo contra los flujos de capital especulativo, pues este tipo de flujos esperan obtener ganancias de una tasa de interés local más alta que la de sus países de origen, pero siempre y cuando el tipo de cambio se mantenga fijo. Si el valor de la moneda nacional puede variar repentinamente, estos capitales no se arriesgarán para conseguir ese diferencial de tasas de interés, pues una depreciación de la moneda local puede acarrear inclusive pérdidas de capital.

3.3.1 Flujos de capital en la balanza de pagos

Bajo este nuevo régimen cambiario, los flujos de capital tienden a concentrarse en las modalidades que no están en función de la tasa de interés de corto plazo, sino que dependen de rendimientos de mayor plazo, como lo es la inversión directa.

A partir de 1995 se nota el cambio en la composición de la cuenta de capitales de la balanza de pagos mexicana. En principio, a partir de 1995 el déficit en cuenta corriente ha sido mucho menor al que se tuvo en 1994.

Gráfico 3.5

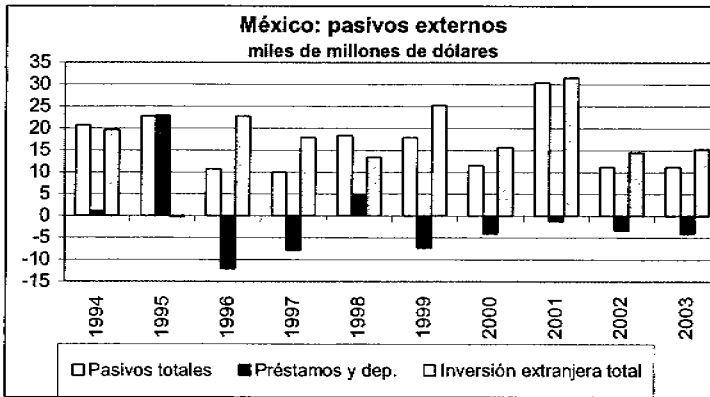


Fuente: elaborado con datos de Banxico

Las entradas netas de capital han sido mayores que los déficit en cuenta corriente, lo que por lógica conduce a que se hayan incrementado las reservas internacionales.

De acuerdo con la composición de los pasivos, el cambio también es notable. La inversión extranjera total ha sido incluso más grande que los pasivos, compensando las salidas de capital por disminución de pasivos por préstamos y depósitos.

Gráfico 3.6

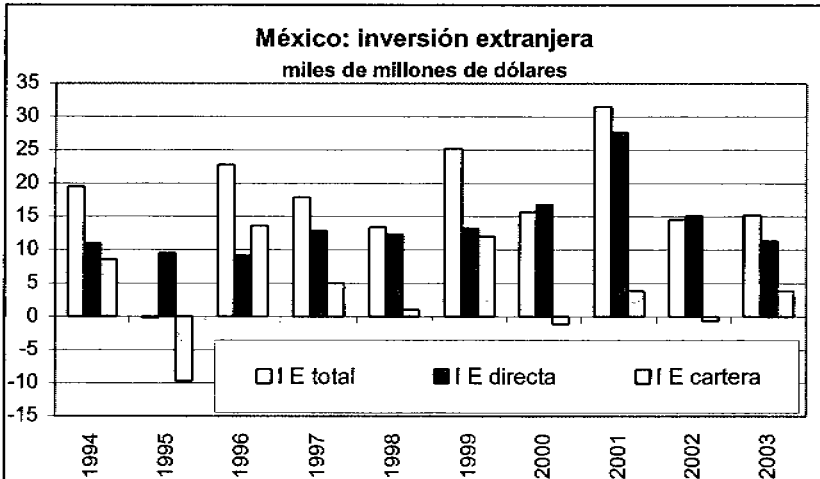


En efecto, como se puede ver en el gráfico, en 1995, año del manejo de la crisis, no hubo inversión extranjera y todos los el aumento en los pasivos se debió a préstamos para manejar la crisis. Después de ese año, sí ha habido inversión extranjera y se han ido pagando los préstamos mencionados.⁵⁷

Al interior del total de la inversión extranjera también se pueden detectar cambios de importancia. En primer lugar cabe destacar que sólo en 1996 la inversión de cartera es mayor que la directa, pero el resto del periodo, la inversión extranjera directa muestra cifras positivas relativamente grandes, con un promedio entre 1995 y 2003 superior a los 14,000 mil millones de dólares, lo que muestra las oportunidades de inversión en la economía mexicana.

⁵⁷ Los préstamos se refiere fundamentalmente a créditos para el sector público derivados de la contingencia de la finales de 1994, por su parte, cuando se habla de inversión extranjera se hace referencia a los capitales del exterior que buscan una ganancia en la actividad económica y financiera mexicana.

Gráfico 3.7

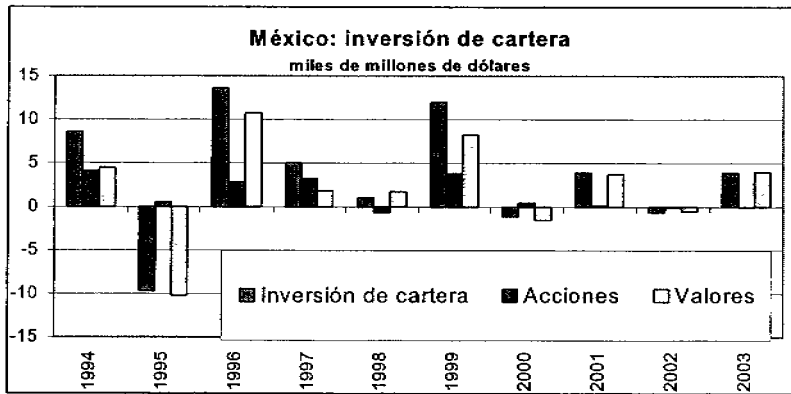


Fuente: elaborado con datos de Banxico

Por su parte, la inversión de cartera, como es su característica, se comporta de forma volátil, pues después de descender bruscamente el año de la crisis (1995), se recupera considerablemente, pero con un comportamiento muy errático que, incluso, significa disminuciones netas (salida de capital) ligeras en los años 2000 y 2002. El promedio anual de este tipo de inversión es positivo en sólo un poco más de 3,000 millones de dólares.

Resulta interesante revisar lo que sucedió al interior de la inversión de cartera.

Gráfico 3.8



Fuente: elaborado con datos de Banxico

En este aspecto, aunque en otros niveles, la preferencia de los inversionistas del exterior que buscan colocar sus fondos en los mercados de valores mexicanos, se sigue manteniendo en los valores más que en las acciones en general, lo cual coincide con el periodo anteriormente analizado. Es posible que esto se deba a lo relativamente pequeño del mercado mexicano de acciones en comparación con el de valores⁵⁸, y a que éstos últimos son más seguros y ofrecen una tasa de rendimiento atractiva en comparación con valores de economías desarrolladas.

3.3.2 Inversión externa en activos financieros

A su vez, dentro de los valores, los inversionistas del exterior tienen preferencias específicas; así, los valores gubernamentales son los que captan abrumadoramente los recursos externos, como se puede apreciar en el cuadro siguiente.

⁵⁸ Efectivamente, el valor de capitalización del mercado accionario en México fue de 141,148 millones de dólares al cierre de 2003; en cambio, los valores en circulación alcanzaron a la misma fecha rebasa los 250,000 millones de dólares (ver Informe de Gobierno, 2003).

México: valores adquiridos por no residentes en el país

miles de millones de dólares, flujos anuales

	Valores en moneda nacional	Públicos	Privados	Valores en moneda extranjera	Públicos	Privados	Pidiregas	Total de Valores
Año	1=2+3	2	3	4=5+6+7	5	6	7	1+4
1994	-2.23	-1.94	-0.28	6.69	3.98	2.71	0.00	4.46
1995	-13.86	-13.79	-0.07	3.63	2.99	0.63	0.00	-10.23
1996	0.91	0.95	-0.04	9.86	8.91	0.95	0.00	10.77
1997	0.58	0.49	0.09	1.24	-1.66	2.90	0.00	1.82
1998	0.05	0.13	-0.08	1.64	0.20	-0.03	1.47	1.69
1999	-0.92	-0.94	0.03	9.15	4.73	1.94	2.49	8.24
2000	-0.05	-0.03	-0.02	-1.54	-4.15	0.73	1.89	-1.58
2001	0.94	0.94	0.00	2.79	1.27	-0.73	2.25	3.73
2002	0.15	0.15	0.00	-0.68	-2.30	-1.71	3.33	-0.53
2003	0.90	0.90	0.00	3.09	-0.78	-1.06	4.92	3.99

Fuente: elaborado con datos de Banxico

Como se puede observar, tanto los flujos de entrada y salida de capitales por concepto de operaciones con valores, se refieren principalmente a valores gubernamentales, ya que los valores emitidos por el sector privado son relativamente pocos. Otro aspecto a destacar es que dentro de la preferencia que hay por los valores emitidos por el sector público, los inversionistas del exterior prefieren los que están emitidos en moneda extranjera, lo que para ellos significa eliminar el riesgo cambiario, mismo que asume el gobierno mexicano. A pesar de ello, el monto anual adquirido por extranjeros es relativamente pequeño, especialmente si se le compara con la inversión extranjera o, en un momento dado, con las reservas internacionales en poder de Banxico que superan los 50,000 millones de dólares.

México: agregados monetarios

miles de millones de pesos y porcentajes

Año	M4		M3	M2	M1	M4-M2	M3-M2	M4-M3
	%	\$	%	%	%	%	%	%
1994	100.0	738	90.9	77.0	22.6	23.0	13.9	9.1
1995	100.0	898	90.5	87.2	19.5	12.8	3.4	9.5
1996	100.0	1,183	92.3	89.7	21.2	10.3	2.6	7.7
1997	100.0	1,523	94.7	92.7	21.8	7.3	2.0	5.3
1998	100.0	1,904	95.5	94.1	20.9	5.9	1.4	4.5
1999	100.0	2,278	96.8	96.0	22.1	4.0	0.7	3.2
2000	100.0	2,571	97.8	96.7	22.6	3.3	1.1	2.2
2001	100.0	2,983	98.4	97.4	23.7	2.6	1.0	1.6
2002	100.0	3,305	98.7	97.9	24.1	2.1	0.8	1.3
2003	100.0	3,747	99.2	98.3	24.1	1.7	0.9	0.8

Fuente: elaborado con datos de Banxico

Como puede verse, los activos financieros en poder de extranjeros representan en 2003 sólo el 1.7 por ciento de todos los activos nacionales, lo que contrasta favorablemente con los niveles alcanzados en 1994 (23%); de éstos, una mitad corresponde a valores emitidos en el país, y la otra a los emitidos en el exterior por agentes mexicanos. El monto aproximado en dólares es de menos de 6,000 millones, por lo cual parece no resultar riesgoso para la economía nacional. En la actualidad, los valores que más tienen los extranjeros son públicos y corresponden a bonos de desarrollo, por un monto de casi 2,000 millones de dólares (Banxico, página WEB); este tipo de bono es mucho menos riesgoso que los Tesobonos de 1994 porque son de largo plazo.

De lo anterior se desprende que hoy en día los flujos de capitales hacia la economía mexicana han cambiado sustancialmente en su estructura, ya no son mayoritarios los flujos de capital "golondrino", sino la Inversión Extranjera Directa que, aunque tiene sus aspectos negativos como se vio anteriormente, es la forma de ahorro externo que más puede beneficiar a la economía como la mexicana.

Se puede decir que si en la actualidad los extranjeros deciden sacar su capital invertido en los mercados financieros, los efectos no serán devastadores como lo fueron hace diez años, aunque por supuesto que no sería benéfico para el país.

Al parecer, el hecho de haber optado por un régimen cambiario de flotación sucia, si bien no necesariamente liberó a la política monetaria, sí contribuyó a moderar sustancialmente la entrada de capitales de corto plazo y puramente especulativos, lo que de suyo representa una ventaja, además, sin necesidad de aplicar barreras a la entrada y/o salida de capitales como lo hicieron Chile y Colombia.

Sin embargo, ahora que la economía nacional se presenta como menos vulnerable a la globalización financiera y a los movimientos súbitos de grandes cantidades de dinero entre diferentes mercados, el desempeño productivo no es satisfactorio.

3.4 Desempeño económico reciente en México

De los apartados anteriores se desprende que pueden diferenciarse claramente dos periodos, desde la instrumentación de la liberación financiera en la realidad mexicana, desde el punto de vista de la afluencia de capital. El primero desde el inicio de la reforma hasta 1994, y el segundo de 1995 a nuestros días.

El primer periodo finalizó con la más grande crisis de los últimos tiempos, por lo cual no es deseable regresar a esos tiempos; el segundo, aunque con mucho menor volatilidad y mayor certidumbre, tampoco es el ideal.

Gráfico 3.9

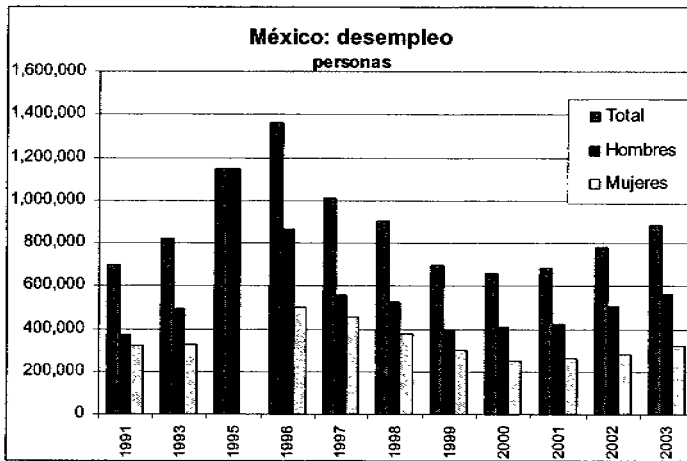


Fuente: elaborado con datos de INEGI

En efecto, como se puede ver, el crecimiento de la actividad económica desde 1982 ha sido completamente errático; durante el periodo de instrumentación de la liberación financiera y hasta la crisis hubo crecimiento todos los años, pero muy disparaje. El promedio entre 1989 y 1994, cuando entró gran cantidad de capital golondrino, fue de 3.7 por ciento; mientras que a partir de 1995 y hasta 2003 la tasa promedio anual de crecimiento del PIB disminuyó a 2.6 por ciento. Esto es, cuando el flujo de capitales ha sido más estable por que mayoritariamente es de inversión directa, el crecimiento económico ha sido menor.

Esto también tiene repercusiones en otros ámbitos, por ejemplo en el empleo. La población desocupada ha evolucionado de la siguiente forma:⁵⁹

Gráfico 3.10



Fuente: elaborado con datos de INEGI

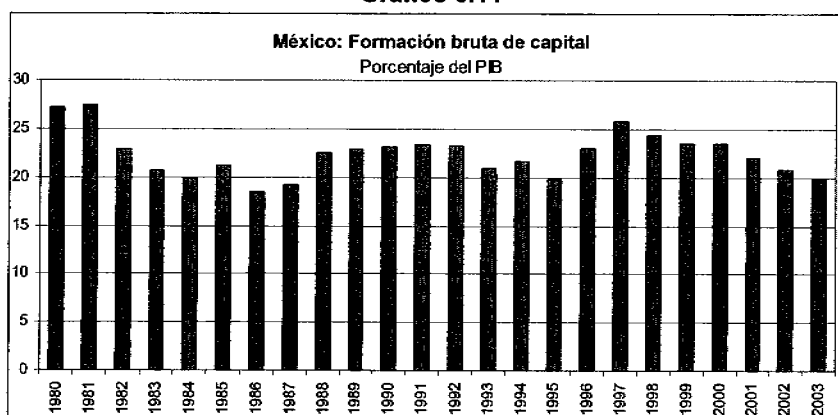
Las personas sin empleo después de haber llegado a su máximo en 1996 empezaron a disminuir hasta el año 2000, para posteriormente iniciar otra vez el ascenso para sumar más de 900,000. Esto con lo relajado que son los indicadores de empleo en México, donde no se considera desempleado a la persona que laboró 15 horas a la semana.

⁵⁹ Los datos de INEGI sólo presentan este periodo.

Es evidente que no se han creado los empleos necesarios que demanda la población mexicana, pero especialmente en los últimos años, cuando el flujo de capitales aparentemente ha sido más adecuado a los intereses de la economía nacional, la creación de empleos ha sido un fracaso.

La falta de empleo y crecimiento tiene su base en el progresivo debilitamiento de la inversión productiva, a pesar de los flujos de inversión directa del exterior.

Gráfico 3.11



Fuente: elaborado con datos de INEGI

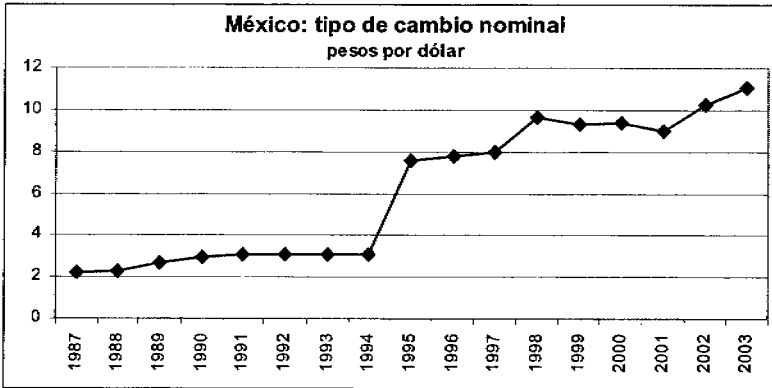
Como se ve en el gráfico, los niveles de inversión actuales son muy parecidos a los que se registraban en la llamada década perdida, esto es, en la década de los años ochenta cuando se iniciaba el modelo de desarrollo neoliberal, cuyo desempeño en esa época fue muy deficiente.

En el periodo de liberación financiera, la inversión como porcentaje del PIB fue del orden del 23 o 24, inclusive después de la crisis hubo una recuperación que hacía albergar ciertas esperanzas; sin embargo, en los últimos años este rubro también ha sufrido una atonía a pesar de la estabilidad macroeconómica tan publicitada por las autoridades.

En ese sentido se tiene cierta razón, pues hay algunas variables que han mostrado un comportamiento aceptable, pero ha sido insuficiente para impulsar la actividad económica, el empleo y el bienestar de los mexicanos.

El tipo de cambio, ahora bajo una política de flotación sucia, no ha sufrido variaciones abruptas.

Gráfico 3.12

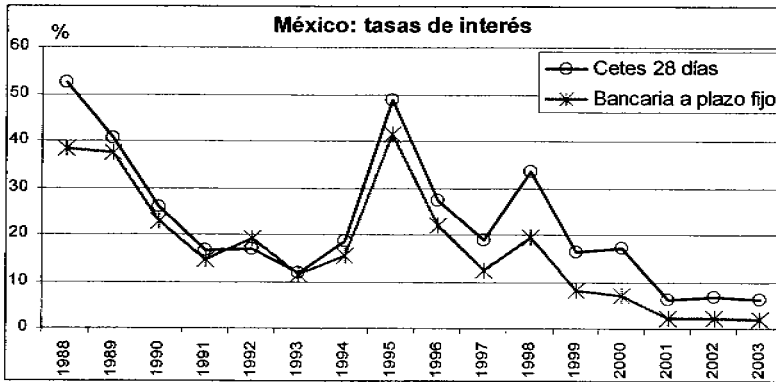


Fuente: elaborado con datos de Banxico

Aunque el valor del peso frente al dólar sí muestra una volatilidad mayor en los últimos años respecto de la época de instrumentación de la liberación financiera y entrada de capitales especulativos, sus altibajos no son muy grandes, en parte porque se ha hecho una política monetaria que no permite cambios abruptos en la paridad, prefiriendo mover las tasas de interés (Gómez, 2004).

En este aspecto, las tasas también han bajado, lo que podría ser un incentivo a la actividad productiva, pero dicho efecto no se ha dado en los últimos años en la economía mexicana.

Gráfico 3.13



Fuente: elaborado con datos de Banxico

Con seguridad, el descenso de las tasas de interés y el tipo de cambio flotante han desalentado la entrada de capitales golondrinos, lo cual resulta benéfico; sin embargo, la caída de las tasas no ha ocasionado mayor inversión y actividad económica, tal vez por que las tasas pasivas de la banca (las que paga a depositantes) han bajado más que las activas (las que se cobran por préstamos). En el gráfico anterior se puede ver cómo la tasa de Cetes a 28 días casi siempre está por arriba de la tasa que pagan los bancos por depósitos a plazo fijo (también 28 días); inclusive estas tasas suelen ser reales negativas, con lo que se desalienta el ahorro financiero.

A manera de conclusión en este capítulo, se puede mencionar que si bien los capitales especulativos que ingresaron a la economía mexicana durante el periodo 1989-1994 trajeron consecuencias desastrosas para el país, por la sobrevaluación cambiaria, la retirada de los propios capitales y la consecuente crisis; la actual política cambiaria —que ha frenado la entrada de capitales especulativos— no ha propiciado lo que es la meta fundamental de la política económica: aumentar de manera constante y perdurable el bienestar de la población.

Resulta evidente que no conviene adoptar de nuevo una política monetaria que implique un tipo de cambio fijo, pues los desequilibrios que ocasiona son de sobra conocidos; de hecho, casi no hay economía como la nuestra que tenga ese régimen cambiario. Parece que el tipo de cambio flexible le ha ganado por ahora la partida al fijo (Krugman, 2003), pero hay que hacer que esta posición también ofrezca el ambiente adecuado para que se expanda la actividad económica, pues de poco vale la estabilidad financiera y macroeconómica si el producto y el empleo no aumentan.

En el siguiente capítulo, se analiza lo que en términos de política monetaria podría contribuir al crecimiento económico sin desechar el tipo de cambio de flotación sucia y retomándolas experiencias de los dos países sudamericanos analizados anteriormente.

Capítulo 4. Política monetaria y desempeño económico

La apertura de la cuenta de capitales en los países en desarrollo y México en concreto, que prometía un crecimiento económico más justo y equilibrado mediante una mejor asignación de recursos, ha generado una ola de incertidumbre que no sólo no ha permitido aprovechar los supuestos beneficios de la apertura y la globalización⁶⁰, sino que ha limitado el alcance de los diversos instrumentos de la política económica en dichos países.

Efectivamente, como señala Mántey (1999), "Los países en desarrollo se enfrentan al reto de aprovechar esos recursos (capital externo) para acelerar su crecimiento y transformar sus economías. Sin embargo, las políticas económicas aplicadas en México para arraigar el capital han conducido hasta ahora (sigue siendo vigente el argumento) a un crecimiento fuertemente cíclico, regresivo en la distribución del ingreso y con altos costos en términos de endeudamiento público, pese a que el Estado ha equilibrado sus finanzas y retraído su participación en la economía".

Al respecto, la política que menciona la autora, específicamente en el ámbito monetario, se ha fundamentado en el ofrecimiento de altas tasas reales de interés, lo cual, si bien puede motivar al capital externo a ingresar a la economía y a que no salga el que ya entró (o el nacional inclusive), también funciona como una camisa de fuerza para la política monetaria y, por lo tanto, para la actuación del banco central. Además, las tasas de interés permanentemente altas generan efectos negativos en la moneda nacional y el sistema financiero, que tarde o temprano terminan por cobrar su factura.

De esta forma, la política monetaria con apertura indiscriminada de la cuenta de capitales pierde mucho de su potencialidad, especialmente en países que se hacen dependientes del ahorro externo y que, como México, su poder en los mercados financieros del mundo es muy limitado. En este aspecto, el Banco de México, como

⁶⁰ Striglitz (2002, p. 269) asegura categóricamente: "La globalización actual no funciona", al comenzar el capítulo 9 Camino al futuro, de su texto.

responsable de la política monetaria, ha luchado durante los últimos años para revertir el grave desprestigio que acumuló durante muchos años, cuando la inflación se convirtió en el fenómeno que distorsionó el funcionamiento de la economía nacional. La forma que se adoptó para reconstruir la confianza en el banco central fue orientarlo, casi exclusivamente, a controlar el aumento de los precios, de modo que el peso mexicano conserve su valor.⁶¹

4.1 Inflación y política monetaria en México con control de capitales

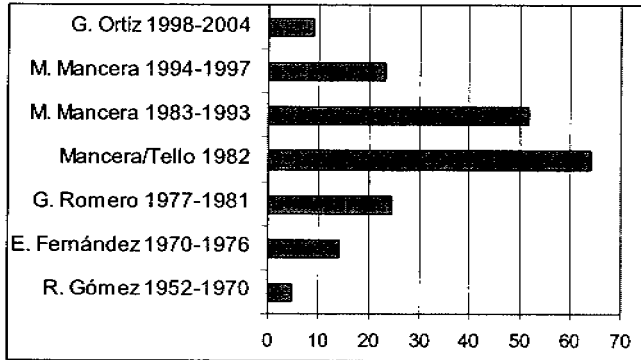
Es una realidad que desde el mandato de Luis Echeverría el incremento de los precios ocasionó un paulatino deterioro de las condiciones en que se había desarrollado la economía nacional.

Los datos contrastan notablemente, pues durante el llamado desarrollo estabilizador, y aun antes, el problema del aumento sin control de los precios no fue un problema; de hecho la estabilidad de precios convivió con un tipo de cambio fijo y con tasas de interés también estables. Todo esto fue el sustento del también denominado milagro mexicano, ya que el producto per cápita creció más que en cualquier otro periodo similar.

En el siguiente gráfico se puede observar el nivel de inflación que ha tenido la economía mexicana en los diversos periodos administrativos del banco central.

⁶¹ En 1994 entró en vigor la Ley del Banco de México, donde se estipula que su función principal es mantener el poder adquisitivo de la moneda nacional, asimismo, esta disposición también se insertó en la Constitución de la República.

Gráfica 4.1
Inflación promedio anual en México
Tasas de crecimiento por responsable de Banxico
(deflactor implícito del PIB)



Fuente: Bancomer (2002) y Banxico.

La época del desarrollo estabilizador ha sido la de menor incremento de precios si nos atenemos al punto de vista que señala la estancia del responsable de la política monetaria, esto es, la máxima autoridad del Banco de México. Debe quedar claro que durante ese periodo (1952-1970) la economía mundial en su conjunto también mostró un crecimiento económico y estabilidad sin precedentes, auspiciado esto por la certidumbre que generaban los acuerdos financieros y económicos de Bretton Woods que, entre otras cosas, implicaban controles en las cuentas de capitales y tipos de cambio fijos.

El siguiente periodo, 1970-1976, está enmarcado en una serie de profundos cambios en la economía mundial y fuertes presiones en la economía y la política del país. En el mundo, durante el segundo semestre de 1971 se materializan las crecientes presiones de los mercados financieros y cambiarios, con la ruptura de los acuerdos económicos, comerciales y financieros de la posguerra; el dólar se devalúa y se hace inconvertible al precio estipulado en dichos acuerdos. Posteriormente viene la flotación generalizada de las cotizaciones de las monedas más importantes dentro de la economía mundial y la incertidumbre que se transmite a los demás indicadores económico-financieros; todo ello repercute en el nivel de actividad de la economía, y se cae en la primera recesión importante de la posguerra.

En México, la cerrazón política, el agotamiento del modelo de sustitución de importaciones y la estreches, especialmente fiscal, lleva a que el gobierno en turno intente una renovación en la forma de acumulación de capital en el cual el Estado deberá desempeñar un papel mucho más activo ante la atonía del sector privado. Fracasen los intentos de reforma fiscal por oposición empresarial y ante la falta de inversión privada el Estado decide incrementar su gasto a manera de compensación. Sin embargo, el exceso de gasto, financiado con emisión de dinero y deuda externa, comienza a generar problemas inflacionarios, lo que aunado a los volátiles mercados internacionales de dinero, precipitan la primera devaluación del peso después de 22 años de estabilidad cambiaria. Esto obligó a acudir al Fondo Monetario Internacional como último recurso para combatir la crisis.⁶²

En este sentido, la instrumentación de la política económica en general y de la política monetaria en particular, estuvo determinada al interior por las necesidades del Estado para reactivar la acumulación de capital y legitimar un régimen político profundamente deteriorado; y al exterior por el desorden monetario internacional que al final influyó en la enorme fuga de capitales de la economía nacional.

Así, la falta de recursos fiscales y la necesidad de mayor gasto estatal obligó a que el banco central, subordinado al poder ejecutivo, financiara parte de ese gasto mediante emisión primaria, completando el resto de las necesidades con endeudamiento del exterior bajo condiciones de incertidumbre internacional. La política monetaria, entonces, descuidó la estabilidad de precios y al no haber congruencia con la política fiscal desató el fenómeno inflacionario. En promedio durante el periodo los precios aumentaron 15 por ciento anual, lo que se consideró desproporcionado por contraste con el periodo anterior.

⁶² Como en todo periodo de crisis, existe una gran cantidad de versiones sobre la devaluación del peso en 1976; en este espacio sólo se pretende hacer la referencia al papel subordinado que tenía la política monetaria y a las dificultades para su instrumentación. Son muchos los textos que se pueden consultar al respecto: Villarreal (1997), Tello (1979), Solís, Cordera (1981), Torres Gaytán (1979), Ayala (1981), Huerta (1986), etc.

El régimen de Echeverría fracasó en su intento por dinamizar el sistema económico, la crisis fue agobiante pues la devaluación y la inflación aparecían como fenómenos relativamente nuevos, todo lo cual llevó al profundo descrédito del equipo gobernante, incluyendo por supuesto en uno de los principales lugares al banco central.

El siguiente periodo (ver gráfica anterior) va de 1977 a 1981, cuando el Banco Central estuvo encabezado por Gustavo Romero Kolbec, esto es, durante la mayor parte de la administración de López Portillo. El promedio anual de inflación llegó hasta 25 por ciento, sustancialmente mayor que el periodo anterior.

En este lapso, la política monetaria estuvo en un principio atada por el acuerdo con el FMI para solventar la crisis, el cual indicaba —como es lógico— que se debería recurrir a una política restrictiva para eliminar el exceso de demanda originado por los déficit fiscales.⁶³ No obstante, las inversiones en la industria petrolera realizadas en el sexenio anterior comenzaron a rendir sus frutos, rebasando incluso las expectativas más optimistas, por lo que la riqueza petrolera permitió zafarse del FMI pues ya no se requirieron sus recursos; de hecho, la excesiva liquidez mundial generada por el reciclaje de petrodólares y el desarrollo de los euromercados, y el aval del petróleo permitieron disponer de una cantidad de recursos sin precedente en la historia del país (Villarreal, 1983).

No obstante la cantidad de recursos, éstos fueron insuficientes para financiar el creciente gasto público, que se convirtió en el factor fundamental del crecimiento económico. Se dinamizó aceleradamente la demanda agregada, tanto así que la estructura productiva fue insuficiente para satisfacerla, lo cual condujo a crecientes montos de importaciones, muy por encima de las exportaciones, incluyendo las petroleras; por ello, también se incurrió en déficit comerciales y de cuenta corriente cada vez mayores. La política monetaria volvió a tener un lugar subordinado, avalando la política económica gubernamental de aumento de la demanda, con el consiguiente

⁶³ Por supuesto, el programa de ajuste del FMI estuvo diseñado para disminuir la intervención estatal y dejar mayor margen de decisión al mercado, es decir, abandonar la “economía de ficción”, Villarreal, 1983.

incremento de precios y colaborando en el mantenimiento de un tipo de cambio que paulatinamente se fue sobrevaluando.

El modelo de acumulación basado en el desarrollo petrolero resultó muy vulnerable, pues para 1982, cuando se juzgaba que los precios del hidrocarburo por lo menos se mantendrían relativamente altos y seguiría la abundancia de liquidez en el mundo, los hechos reales: caída del precio del barril de petróleo y aumento de tasas internacionales de interés, echaron por tierra el sueño petrolero mexicano.

En ese año se creó una espiral inflación-devaluación que llevó a la primera a niveles sin precedente en la historia reciente hasta ese momento, en tanto que la moneda nacional también se hundió como nunca. En septiembre, ante la estrechez de los márgenes de acción, hubo cambio en la conducción del Banco de México, se nacionalizó la banca comercial y se instauró el control de cambios, todo ello con el propósito de frenar la especulación y la fuga de capitales que, aprovechando la entrada de divisas por el endeudamiento, la libertad cambiaria y un tipo de cambio sobrevaluado, se habían desbordado ante la inmovilidad gubernamental para contenerlas. En 1982 la inflación, devaluación, deuda, especulación y recesión renuevan e incrementan la desconfianza de la gente en la gestión gubernamental, especialmente en el ámbito monetario, financiero y cambiario; el banco central sigue acumulando desprestigio.⁶⁴

Después de los dos intentos frustrados por dinamizar la acumulación de capital en México bajo la preponderancia estatal, se asume que el Estado ya no debe intervenir tanto en la economía, pues ello lleva inexorablemente a la crisis. Esta posición sostenida en el país por un grupo tecnócrata y el sector empresarial más influyente, es parte de la ideología neoliberal que ya domina al mundo en la década de

⁶⁴ Conviene aquí aclarar que el deterioro de la imagen del Banco de México no es sólo por sus acciones y posibles irresponsabilidades, es claro que el juicio de la población se ve mayormente influido por el comportamiento de la moneda —inflación y devaluación— que por otras variables que, inclusive, pueden haber contribuido al pobre desempeño de ésta, por ejemplo el propio déficit fiscal o el comercial y sus respectivas causas.

los años ochenta, y que se materializa en la asunción al poder de Margaret Thatcher y Ronald Reagan en el Reino Unido y EUA respectivamente (Gómez, 1989).

En México la corriente neoliberal llega al poder con De la Madrid a finales de 1982, quien nombra en Banxico a Miguel Mancera como su titular. El planteamiento central fue la restauración de los equilibrios (reordenación económica) y el crecimiento basado en la asignación de recursos por el mercado (cambio estructural), con un creciente proceso de vinculación con el exterior, donde el sector externo se convierte en pieza clave para desarrollar la economía mexicana.

La exportación de mercancías, fundamentalmente manufacturadas, es el factor principal para lograr el crecimiento, por lo cual se instrumenta una política comercial y cambiaria para apoyarlo. La política monetaria, si bien se dice en el discurso que debe atacar el aumento de precios, funciona subordinadamente para cumplir con la estrategia de crecimiento hacia fuera y el puntual pago de las obligaciones con el exterior, esto es, la deuda externa y su servicio.

En medio de una acelerada apertura comercial y ante la falta de competitividad del sector productivo mexicano, que había estado aletargado por contar con mercados cautivos, se optó por llevar una política cambiaria que estimulara las exportaciones mexicanas, esto es, mantener un tipo de cambio subvaluado, a modo de hacer más baratas las mercancías nacionales y conquistar los mercados externos.

Aunque fue notable el crecimiento de las exportaciones manufactureras en el periodo (1983-1988), la política de tipo de cambio generó crecientes procesos inflacionarios, mostrando la relación entre tipo de cambio y precios en una economía abierta. Así, ante crecimiento de los precios —que erosionaba la competitividad internacional— se tenía que depreciar más la moneda para restituir su precio en moneda extranjera; sin embargo, ello impulsaba de nuevo la inflación, en parte por el gran componente importado de la producción nacional y en parte por la paulatina formación de expectativas inflacionarias. El nuevo aumento de precios precisaba de mayor depreciación y ésta mayor inflación, con lo que se cayó en el círculo vicioso

devaluación-inflación-devaluación, el cual no se pudo controlar durante prácticamente todo el periodo.

Por eso, la inflación (y la depreciación del peso) durante el periodo que Mancera encabezó el Banco de México, antes de la autonomía, ha sido la más alta en la historia del país aun cuando se considere el periodo 1989-1993, donde el objetivo de la política monetaria sí se centró —con cierto éxito al principio— en bajar la inflación. Sin embargo, este último periodo debe ser analizado en el contexto de la liberación financiera, que significó la libre entrada y salida de capital, con lo cual las condiciones para conducir la política monetaria cambian sustancialmente.

En este aspecto, en lo revisado hasta aquí, el papel subordinado de la política monetaria se da bajo un régimen de libertad muy limitada en los movimientos de capital y con tipo de cambio fijo o semifijo; así, a pesar de que las condiciones para hacer política monetaria no son del todo adversas, los resultados son negativos a partir de la década de los años setenta, pues se perdió la estabilidad monetaria y el crecimiento sostenido de la actividad económica y el empleo.

En realidad, la falta de coherencia entre las políticas monetaria, fiscal y comercial llevan al descrédito de toda la política económica, pero principalmente de aquella parte que es más notoria: la política monetaria y la institución que la instrumenta: el Banco de México.

4.2 Inflación y política monetaria en México con libertad en cuenta de capitales

Como se mostró en el capítulo anterior, México inicia una reforma financiera profunda a finales de los años ochenta del siglo pasado, donde resalta la libre movilidad del capital y el carácter privado de los principales actores del sistema financiero: bancos múltiples y casas de bolsa, que en su mayoría se juntaron para formar grupos financieros, lo que les fue dando un gran poder ante una autoridad que lo fue perdiendo.

Se mencionó también, en el marco de referencia, que con la libre movilidad de capitales se afecta la potencia de la política monetaria; ésta es más poderosa que la fiscal cuando hay tipo de cambio flotante y menos cuando hay tipo de cambio fijo. No obstante que estas afirmaciones son esencialmente ciertas, también son parciales, pues se orientan más a países con economías desarrolladas y sistemas financieros también desarrollados. No es lo mismo para países en vías de desarrollo y con sistemas financieros relativamente atrasados, como es el caso de México.

La liberación financiera en gran parte del mundo, con el antecedente de la desmonetización del oro y los tipos de cambio flotantes, condujeron a una expansión de la liquidez y el crédito nacional e internacional sin precedentes. Esto también llevó a que las ganancias financieras fueran cobrando importancia, por lo que grandes volúmenes de capital —la mayoría de corto plazo— se desplazó hacia las diferentes economías del mundo.

La volatilidad generada por esos movimientos especulativos limita la política monetaria en general, pero más la de aquellos países que no tienen gran peso en la economía mundial. Efectivamente, la labor de los bancos centrales de los países en desarrollo se complica pues con las innovaciones tecnológicas en materia financiera y la posibilidad de que los bancos comerciales se puedan financiar en el exterior, el control sobre la oferta monetaria disminuye y sus posibilidades de mantener la inflación baja y lograr un crecimiento sostenido de manera simultánea también se reducen.

En realidad, los bancos comerciales son los agentes mediante el cual la banca central hace llegar sus medidas de política monetaria; esto mediante sus diversos instrumentos (reservas obligatorias, tasas de redescuento, cortos monetarios, etc.). Si estos bancos, que en México son privados, extranjeros y forman claramente un oligopolio, pueden “librarse” de esos instrumentos consiguiendo fondearse en el exterior, podrán aumentar o disminuir la oferta monetaria (el dinero bancario) de acuerdo con sus necesidades y no necesariamente con las del país. Con la apertura financiera la oferta monetaria se ha endogeneizado, independientemente del régimen cambiario (Mántey, 2002).

Ante ello, la autoridad monetaria central ha dejado de fijarse en los agregados monetarios como meta intermedia para lograr los objetivos de estabilidad de precios y ha pasado al llamado esquema de metas de inflación; esto resulta particularmente relevante porque el control de los precios se convierte en el objetivo central de los bancos centrales y se soslaya el crecimiento económico: se dice que hay consenso en que la mayor aportación de la política monetaria al desarrollo económico es la estabilidad de precios (Gil, 1997).

Al ser esa la prioridad el Banco Central y al ver disminuida la eficiencia de sus acciones sobre la oferta monetaria, se ha centrado en el tipo de cambio como variable clave para mantener los precios estables.

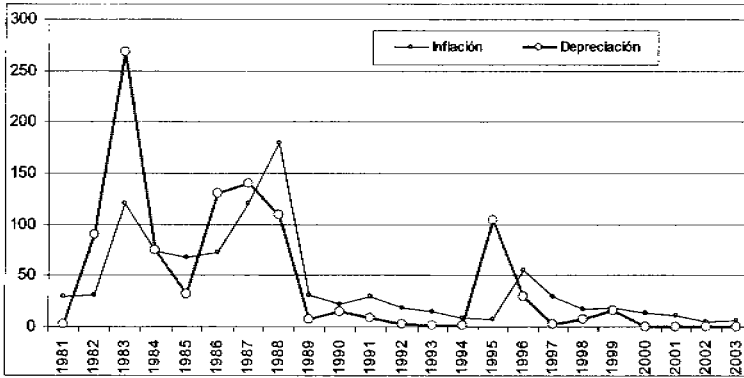
Hay dos formas en que los movimientos en el tipo de cambio impactan a los precios (Gómez O., 2003); el primero es cuando la autoridad central aumenta las tasas de interés, esto genera que la inversión en bonos en moneda local sea más atractiva, lo que provocará un aumento en el flujo de capitales hacia el país. Ello llevará a una apreciación del tipo de cambio, ésta a su vez se traduce en una tendencia a la disminución en los precios (en moneda nacional) de los bienes comerciables. Con ello, los bienes no comerciables verán disminuir su demanda y sus precios tenderán a declinar.

Un segundo efecto, que en épocas de incertidumbre suele ser más agudo, es la generación de expectativas inflacionarias por una devaluación. Resulta común que los

agentes aumenten sus precios cuando hay una devaluación o inclusive antes de que ésta suceda, como forma de protección, lo cual, por otra parte, puede llevar a la profecía autocumplida (Krugman, 1999; Ayala, 1999).

En la siguiente gráfica se puede ver claramente que hay una relación cercana entre depreciación en inflación en el caso mexicano.

Gráfica 4.2
Inflación y depreciación en México
Variaciones porcentuales anuales 1981-2003



Fuente: Gómez O., 2003

En México, la política monetaria instrumentada a partir de la apertura de la cuenta de capitales ha mostrado enorme preocupación por el comportamiento del tipo de cambio; así, desde 1988 hasta nuestros días se han presentado dos regímenes cambiarios aparentemente distintos, pero con una misma preocupación, lo que ha mantenido la política monetaria subordinada, ahora a la política monetaria del exterior, en concreto a la política monetaria de EUA.

4.2.1 Política monetaria con libre movilidad de capital y tipo de cambio semifijo.

Por la experiencia sufrida entre 1982 y 1987⁶⁵, cuando la inflación se descontroló y el valor de la moneda nacional se desplomó, se optó antes de terminar el sexenio por la adopción de un programa heterodoxo de ajuste, que se denominó Pacto de Solidaridad Económica, cuyo objetivo central era recobrar la estabilidad perdida y reiniciar el crecimiento.

Además de profundizarla apertura comercial y establecer un control de precios, el plan tomó al tipo de cambio como ancla antiinflacionaria, de modo tal que al inicio se realizó una devaluación que dejó subvaluada la moneda nacional (frente al dólar por supuesto) lo que se pretendía era que funcionara como un “colchón” mientras se rompía la inercia inflacionaria.

De esta forma, la política monetaria debería contribuir al mantenimiento de la estabilidad del tipo de cambio, lo que llevaría a controlar la inflación. Como esta última aún era muy superior a la de EUA, se planteaba que el valor del peso frente al dólar se fuera deslizado paulatinamente para compensar esos diferenciales inflacionarios y no caer de nuevo en una sobrevaluación como en periodos anteriores.

En realidad, hubo logros innegables en la lucha contra la inflación, de 1988 hasta 1994, siendo director del Banco de México todavía Miguel Mancera⁶⁶, el aumento de precios pasó de 51.6 a 7.1 por ciento en el periodo mencionado. Sin embargo, el costo terminó siendo muy alto.

La política de contención de precios supuso entonces altas tasas de interés, lo que aunado a liberación financiera, la liquidez mundial, la renegociación de la deuda externa y los cambios estructurales que se anunciaban por el gobierno entrante, generó

⁶⁵ El Pacto de Solidaridad Económica se instrumentó en diciembre de 1997, todavía bajo el mandato de Miguel de la Madrid, pero bajo la influencia notoria del que sería el siguiente presidente del país: Carlos Salinas. Resulta paradójico que los promotores del neoliberalismo hayan tenido que recurrir a un acuerdo que ponía en un lugar subordinado al “libre mercado” y pretendía reordenar el desastre bajo el liderazgo estatal y con la participación determinante de cúpulas de trabajadores y empresarios.

⁶⁶ EL Lic. Mancera dirigió el banco central durante quince años, desde 1983 hasta 1997, en ese periodo se acomodó muy bien a inflación y estabilidad, pues estuvo los años de mayor inflación 1986-1988 por ejemplo, y también durante la estabilidad, la crisis y de nuevo la lucha por la estabilidad, en el último tramo ya como gobernador del banco.

un flujo de capitales al interior de nuestra economía como no había sucedido en la historia moderna del país.

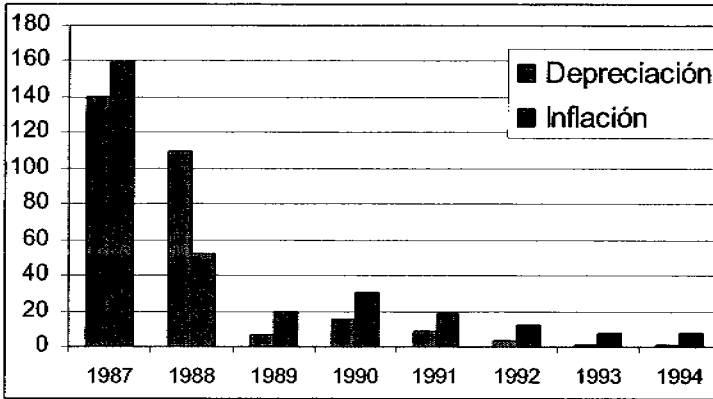
"La fuente de financiamiento al continuo y creciente déficit externo provino del capital foráneo (100 mil mdd), principalmente del capital financiero (más del 70%), atraído por una política monetaria de elevadas tasas de interés y altos rendimientos valores, lo que, con el apoyo de la política de liberación financiera en la cuenta de capitales, permitió a los no residentes invertir en valores mexicanos y a los bancos comerciales contratar deuda externa interbancaria con bancos extranjeros" (Villarreal, 2003, p. 626) Esto iba a marcar las limitaciones de la política económica en general y de la política monetaria en especial.

Efectivamente, la política monetaria se enfrentó a una contradicción insuperable; la entrada de capitales conduciría a la expansión de la oferta monetaria y al crecimiento la demanda interna agudizado, además, por la natural caída en la tasa de interés, el ingreso de divisas llevaría también a la apreciación cambiaria y la consiguiente sobrevaluación. Esto último podría ser positivo porque mitigaría los impulsos inflacionarios, pero a la larga generaría una devaluación.

La política monetaria instrumentada por Banxico se orientó a esterilizar parcialmente las entradas de capital y acumular reservas internacionales mediante la colocación de títulos en el mercado de valores. Con esta operación las tasas de interés se mantuvieron altas y prosiguió la entrada de capitales, al final prevaleció ésta y el desliz de la moneda nacional no compensó los diferenciales en inflación, por lo que el peso comenzó de nuevo a sobrevaluarse.

En la siguiente gráfica se puede observar cómo la inflación normalmente fue mayor que la depreciación del peso frente al dólar (salvo en 1988), lo que agotó el supuesto colchón que se dio al inicio del Pacto de Solidaridad Económica y de nuevo la sobrevaluación cambiaria impulsó el déficit en cuenta corriente (Villarreal, 1997), lo que haría depender aún más a la economía nacional de las importaciones.

Gráfica 4.3
Inflación y depreciación del peso 1987-1994
Porcentajes anuales



Fuente: gráfico anterior

De acuerdo con Galindo y Alatorre (2004), "Las acciones del banco central se orientaron entonces al sostenimiento del tipo de cambio dentro de una banda, mediante operaciones de esterilización, y donde las variaciones en la liquidez se compensaban por medio del crédito interno".

En el último año del periodo, ante el paulatino crecimiento de la desconfianza en el funcionamiento de la economía nacional, de la solvencia para cubrir sus obligaciones, y en conjunción con algunos hechos políticos (Banxico, 1995), el banco central trató de evitar la devaluación de la moneda mediante la venta de las reservas internacionales acumuladas anteriormente, incluso estimuló la adquisición de Tesobonos en vez de Cetes como medida para evitar la salida de capitales, pero al final todo fue inútil, la contradicción en que había caído la política monetaria fue insalvable.

En efecto, la lucha contra la inflación mediante el ancla del tipo de cambio llevó a la sobrevaluación de éste, el déficit en cuenta corriente alcanzó niveles insostenibles y el uso de la tasa de interés para evitar la fuga de capitales también se vio limitado por la fragilidad del sistema financiero en su conjunto y del bancario en particular. Al respecto conviene señalar que la intermediación bancaria de buena parte de la entrada

de capitales hizo más vulnerable la ya frágil estructura bancaria, pues se asumieron riesgos crediticios y cambiarios que no se sustentaron en el patrimonio de esas instituciones, y al final el gobierno tuvo que responder por sus obligaciones.

Así, con la fragilidad y vulnerabilidad bancaria, el aumento de las tasas de interés como medio para evitar o al menos reducir la salida de capitales no era viable, pues dicho aumento de tasas agravaría la situación financiera de bancos y otros intermediarios, ya que sus acreditados no podrían aguantar el costo financiero. De todas formas, más tarde el aumento de tasas tampoco se pudo evitar.

Tampoco pudo rescatar a la política monetaria la autonomía que en 1994 se otorgó al banco central, mediante la promulgación de su ley y la inclusión en la Constitución de la República, donde también se aclara que su objetivo fundamental es preservar el poder adquisitivo de la moneda.⁶⁷

En los primeros días del gobierno del Lic. Zedillo y durante el anuncio de una política económica similar a la de años anteriores, en la que se preveía entre otras cosas mantener un déficit muy alto en la cuenta corriente, se pretendió hacer un pequeño ajuste cambiario (15%), pero tal medida fracasó⁶⁸, la fuga de capitales golondrinos se agudizó, se agotaron las reservas internacionales, se devaluó la moneda en más de 100 por ciento, la inflación se disparó y las tasas de interés también; por supuesto hubo crisis económica y financiera.⁶⁹

⁶⁷ Dentro de las paradojas de la política económica en México debe quedar registrada la que implica que el año en que se da autonomía al Banco de México y se le ordena mantener el valor del peso, es cuando se incumple con el objetivo y, además, sin sanción alguna por dejarlo de cumplir. El ya gobernador Miguel Mancera pudo seguir sin problemas durante otros tres años.

⁶⁸ Ha cobrado importancia el argumento acerca de que en las economías en desarrollo, las devaluaciones que intentan ajustes pausados a desequilibrios comerciales siembran dudas sobre la solvencia del país, por lo que generan especulación y terminan en grandes devaluaciones que alteran el desempeño económico y pueden echar por tierra los esfuerzos anteriores de ajuste, pues la inflación regresa, al igual que las altas tasas de interés. Ver Velasco (2002).

⁶⁹ No es objetivo de esta investigación describir la crisis mexicana de finales de 1994, de hecho ha sido de las más analizadas a partir de su explosión. Aquí sólo se intenta mostrar los límites que tuvo la política monetaria y su posterior fracaso para controlar la inflación.

4.2.2 Política monetaria con libre movilidad de capital y flotación sucia del tipo de cambio.

A raíz del agotamiento de las reservas internacionales, el Banco de México no pudo sostener el valor del peso y se adoptó un régimen de flotación, que tendría intervenciones esporádicas en el mercado cambiario por parte de esa institución para evitar fluctuaciones muy grandes.

Se suponía que con tipo de cambio flexible la política monetaria tendría mayor libertad para lograr su objetivo: mantener el poder adquisitivo de la moneda. No obstante, el hecho anteriormente señalado de que en una economía comercial y financieramente abierta el tipo de cambio se convierte en una variable clave para determinar el nivel de precios, siguió siendo válido y la autoridad ha conducido la política monetaria para mantener un tipo de cambio estable más que regular la cantidad de dinero o regular la demanda vía tasas de interés, como lo diría la teoría convencional.

Desde 1996 se ha verificado un proceso de control de la inflación que ha llegado a situarla en alrededor de 4 por ciento, lo que ya no dista mucho de la que tiene EUA, que era el objetivo a alcanzar de acuerdo al discurso de las autoridades correspondientes. A su vez, también se ha registrado una tendencia a la estabilidad de la paridad cambiaria y, en ocasiones, ha habido procesos de revaluación.

Si bien el Banco de México no interviene directamente de forma exagerada en los mercados cambiarios, sí ha logrado que el valor del peso tenga cierta estabilidad, con lo que se dice que se mantiene el régimen de flotación y que el valor de la moneda se determina libremente en el mercado de cambios.

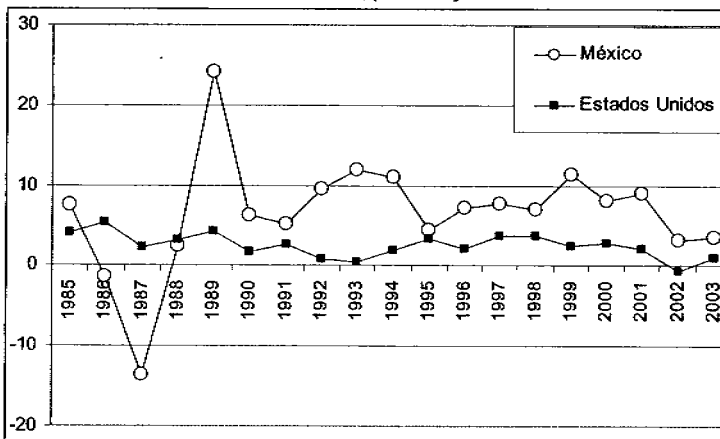
En apariencia, la política monetaria ha buscado la estabilidad del peso sin grandes intervenciones (Banxico), pero las reservas internacionales tienen un nivel nunca antes alcanzado, lo que indica que el mercado no actúa libremente. La acumulación de reservas tiene su base en la entrada de capitales, como se mostró en el capítulo anterior; si no se hubieran acumulado reservas el dólar estaría aún más barato y seguramente habría un mayor déficit corriente.

La forma de mantener relativamente estable el valor del peso ha sido manejando la tasa de interés, de tal manera que se trata de asegurar la permanencia del capital extranjero de corto plazo, pues aunque en comparación con el periodo anterior es relativamente poco, su salida abrupta produciría otra crisis cambiaria. Además, se ha manejado la tasas de interés para que no se vaya el capital nacional, que suele ser muy especulativo también; una salida masiva de capital doméstico tendría efectos similares, también conduciría a la economía a una situación crítica. De hecho sabemos que en momentos de incertidumbre la nacionalidad del capital no importa.

En este sentido, lo que se ha limitado a hacer el Banco de México es mover la tasa de interés de acuerdo con la del exterior, concretamente con la de EUA, para evitar diferenciales que lleven a los llamados "inversionistas" a sacar sus capitales del país, eludiendo con ello movimientos bruscos en la paridad o grandes intervenciones del banco central en el mercado de cambios.

En la siguiente gráfica se puede ver cómo la tasa real de interés de los Cetes ha seguido a la del tesoro norteamericano.

Gráfica 4.4
México y EUA: Tasas reales de interés*
1985-2003, porcentajes



* Cetes y bonos del tesoro a tres meses
Fuente: elaborado con datos de Banxico e INEGI

Hasta antes de la liberación financiera en México, la tasa en nuestro país era incluso negativa, después de la reforma se hace positiva tal y como lo indica la teoría que sugiere mercados financieros completamente libres⁷⁰; es a partir de 1995, año en el que se adopta el tipo de cambio flotante, cuando se aprecia claramente la correlación positiva entre ambas variables, siempre manteniéndose por encima la tasa mexicana debido a que nuestra economía es más riesgosa. Por este último factor, es que hay que ofrecer una tasa mayor, pues se supone que con ello los capitales especulativos —nacionales y del exterior— se mantendrán en el país.

Al depender de las tasas de interés del exterior, la política monetaria en México termina otra vez por estar subordinada y no se puede usar para perseguir los intereses nacionales, ya que no siempre es positivo para la economía nacional la política monetaria de EUA. En efecto, es muy posible que una política restrictiva en EU, que signifique tasas de interés altas, sea perjudicial para México si se encuentra en una fase recesiva donde las tasas altas profundizarían la recesión.

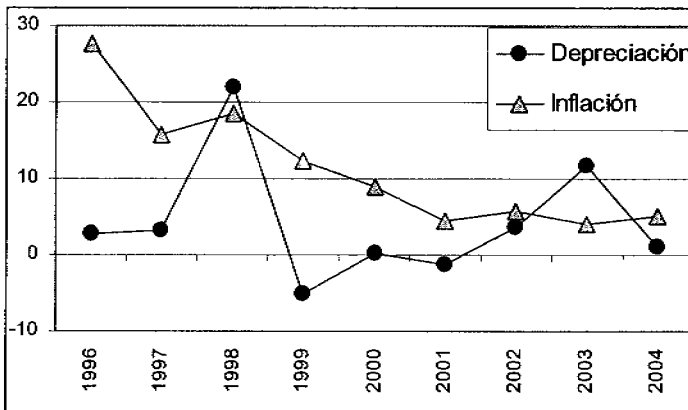
Con una política monetaria menos dependiente, la tasa de interés en México podría ser utilizada no sólo para que no huyeran los capitales, sino para manejar más adecuadamente la demanda agregada, disminuyendo los efectos nocivos del ciclo económico. Sin embargo, no tenemos política monetaria autónoma ni con tipo de cambio flotante, por qué en realidad casi no es flotante. Si bien se ha tenido que mantener con algunas expectativas de variación para disuadir las entradas masivas de capital golondrino, su variación no puede ser muy grande ya que si se deprecia afectaría considerablemente los precios y si se aprecia y sobrevalúa afectaría el comercio exterior y agrandaría el déficit en cuenta corriente.

Al respecto, en los últimos años, a pesar de que la inflación en México sigue siendo superior a la de EUA, la depreciación cambiaria no ha compensado esa diferencia, lo que implica que es posible que ya haya una sobrevaluación del peso

⁷⁰ La liberación financiera, dicen sus promotores, lleva a tasas de interés reales positivas, incluso para depósitos bancarios, ello aumentaría el ahorro financiero y posteriormente la inversión (Fry, 1990). Conviene aclarar que en México no se ha dado este fenómeno, las tasas de depósito son negativas, lo cual se relaciona con el carácter oligopólico del mercado bancario (Mántey, 2003).

respecto del dólar. Esto no puede durar mucho tiempo, pues se deterioran las cuentas externas y se puede repetir la historia de mediados de la década de los noventa.

Gráfica 4.5
Inflación y depreciación cambiaria*
Porcentajes



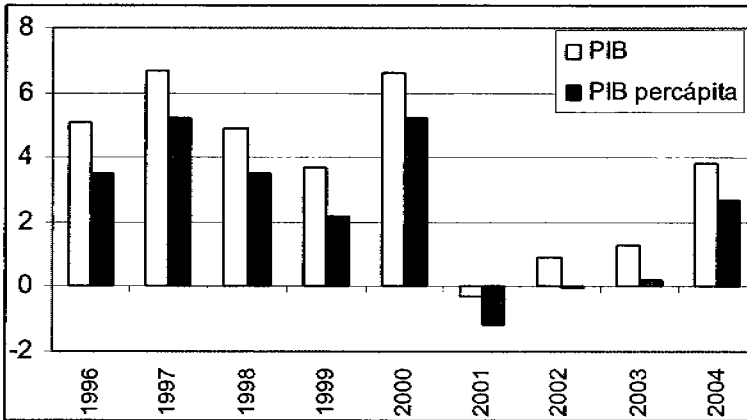
Fuente: elaborado con datos de Banxico

En el gráfico se aprecia que la depreciación cambiaria del peso frente al dólar de EUA ha sido porcentualmente menor que el aumento de precios, salvo en 1998 y 2003. De nuevo, utilizar las tasas de interés para procurar que los capitales no se fuguen del país, y con ello mantener la estabilidad cambiaria, ha enajenado la capacidad de hacer nuestra propia política monetaria.

Uno de los costos más evidentes es lo errático que se ha comportado la actividad económica; si bien puede haber cierta estabilidad en las variables financieras y monetarias; como bien asegura Huerta (2004): "el banco central privilegia la reducción de la inflación y la estabilidad del tipo de cambio a favor del capital financiero internacional, para lo cual se ve obligado a tener altas tasas de interés para frenar la actividad económica y las presiones sobre los precios, el sector externo y el tipo de cambio, así como para promover entrada de capitales, incrementar reservas internacionales y asegurar la estabilidad cambiaria"

Por ello, la evolución del producto interno ha sido muy poco satisfactoria, como se ve en la siguiente gráfica.

Gráfica 4.5
PIB y PIB per cápita
Tasas de crecimiento real (%)



Fuente: Informe de gobierno 2004

El producto creció cuando había menos estabilidad financiera, a partir del 2001, cuando tasas, precios y tipo de cambio varían menos, la actividad económica se paraliza. Tal vez si se utilizara la política monetaria para atender las necesidades de reactivación económica los resultados fueran mejores, pero para ello se requiere cierta autonomía para su instrumentación.

4.3 Autonomía relativa en la política monetaria

Una economía de las llamadas emergentes, como lo es la mexicana, ya no se debate entre la elección de un régimen cambiario fijo o uno flexible. Aunque no se puede afirmar que los tipos de cambio fijos ya pertenecen a la historia y nunca van a volver, resulta evidente que el régimen vigente en el mundo es el de flotación sucia: el tipo de cambio es un precio muy importante en cualquier economía globalizada como para dejar que lo determine libremente el mercado (Krugman, 1996).⁷¹ El tipo de

⁷¹ La determinación libre por parte del mercado termina siendo un eufemismo, pues es claro que los mercados financieros actuales no actúan libremente; en México en particular, si se dejara flotar

cambio aún menos debe fijarse, pues con los constantes y abruptos movimientos de capitales, las monedas que adoptan este régimen son sujetas a ataques especulativos aun sin presentar desequilibrios que los justifiquen (Eichengreen, 2000).

En muchos países desarrollados y varios en vías de desarrollo que han adoptado un régimen cambiario flexible con intervención ocasional de la autoridad monetaria, han logrado combinaciones aceptables entre inflación y crecimiento económico; de tal manera que no han sufrido ataques a su moneda por no estar sobrevaluada y han aumentado paulatinamente el bienestar de su población (Velasco, 2002). Sólo países pequeños o los de reciente incorporación a los mercados mundiales mantienen paridades fijas en alguna de sus modalidades.

En esos países la política monetaria ha tendido a modificarse, pues como se mencionó anteriormente en este mismo capítulo, los bancos comerciales ya no dependen tanto del banco central para crear dinero, por lo que la autoridad monetaria va dejando de lado el manejo de la cantidad de dinero, como se entendía tradicionalmente la política monetaria, para fijarse metas de inflación a diferentes plazos. En México este esquema se empezó a instrumentar en 1998 (Martínez, Sánchez y Werner (2001)).

No obstante, una característica imprescindible para alcanzar una sana combinación de aumento de precios y crecimiento económico con generación de empleos, es que se pueda hacer efectivamente política monetaria, esto es, que la autoridad central no esté sometida a lo que se haga en otras economías, como sucede en México. En este aspecto hay dos posibilidades, la primera es tener mercados financieros altamente desarrollados y confiables; es decir, hay que ser país desarrollado para reducir las probabilidades de un ataque especulativo vía fuga de capitales, lo cual todavía está muy distante de la realidad mexicana.

"libremente" el peso es muy probable que los intermediarios financieros, que forman un mercado oligopólico en manos de instituciones extranjeras, lo pudieran aprovechar en su favor y en contra de los intereses nacionales

La otra posibilidad es que el ajuste de tasas de interés que tenga que hacer el banco central cuando la economía hegemónica altere su política monetaria, no sea inmediato ni de gran magnitud; esto sólo se logrará si ante la subida de tasas en el exterior los capitales de la economía emergente —México por ejemplo— no salen precipitadamente. La única forma de conseguir esto es —aparte de ser una economía altamente desarrollada— impidiendo la salida de esos capitales especulativos y desincentivando su entrada.

Elo requiere de aceptar cambios en la instrumentación de la política monetaria e, inclusive, en la concepción del funcionamiento de los mercados financieros. Efectivamente, de acuerdo con lo mencionado al final del Capítulo 1 de este trabajo, es imposible para cualquier economía tener un tipo de cambio completamente estable (fijo permanentemente) con absoluta libertad de movimiento de capitales y, además, una política monetaria autónoma, es decir, el triángulo imposible. Pues bien, como se ha podido ver en este capítulo, la política monetaria mexicana no ha sido autónoma desde hace muchos años, el tipo de cambio sólo ha sido estable en los últimos, pero desde hace quince años existe libertad irrestricta para el movimiento de capitales, aún después de la amarga experiencia de finales de 1994.

No parece imposible que los vértices del triángulo mexicano se reestructuren para buscar no sólo la estabilidad del tipo de cambio con libertad de movimientos de capital, sino para que se haga realidad la utilización de la política monetaria como instrumento clave de apoyar al crecimiento económico, especialmente en etapas de estancamiento, tal y como ha sucedido en los últimos años. De poco sirve la estabilidad financiera de la que tanto se enorgullece el gobierno actual, si la economía real no se desarrolla y ofrece los empleos que requiere la población, empleos formales en concreto, pues mucho del poco crecimiento que ha habido se debe a la economía informal e ilegal. La otra válvula de escape ha sido la migración.

Con respecto al régimen cambiario, parece pertinente que se mantenga la flotación sucia, pues efectivamente es un precio clave de la economía que no se puede dejar al arbitraje de un sistema financiero oligopólico con poco compromiso con el

desarrollo nacional. La autoridad en este rubro debe seguir manteniendo con cierta incertidumbre sobre el precio de la moneda nacional a los inversionistas especulativos, nacionales y del exterior; pero también debe aprovechar las posibles ventajas de este régimen para dar cierta potencia a la política monetaria nacional.

De acuerdo con Huerta (2004): “en un régimen de tipo de cambio flexible, es posible aumentar el gasto público y disminuir la tasa de interés, sin temor alguno de que ello pueda generar presiones sobre los precios y el tipo de cambio, dado que éste es flexible y se puede acomodar al diferencial de precios internos versus externos para garantizar la competitividad de la producción nacional y evitar presiones sobre la balanza de comercio exterior que pudiese frenar la actividad económica.”

Para apoyar al tipo de cambio flexible en el fortalecimiento de la política monetaria nacional, se debe reflexionar profundamente sobre la necesidad de instrumentar algunas medidas para impedir la especulación del capital internacional de corto plazo. Las experiencias aquí revisadas de Colombia y Chile son una muestra de que las autoridades deben aceptar que no es necesario correr el riesgo de mantener una cuenta de capitales completamente libre y que, además, es posible hacer política monetaria con relativa autonomía.

Lo anterior se ve reforzado por las experiencias de otros países; de hecho, las economías con mayor despegue en los últimos años: China y la India no tienen libertad completa de movimientos de capital, y ahora de han convertido en modelo de desarrollo y están desafiando a prácticamente todo el mundo con sus logros comerciales y hasta tecnológicos. Malasia, por otra parte, que desdeñó la ayuda y condiciones del Fondo Monetario Internacional e impuso controles de capital y de cambios para combatir la crisis que en 1997 se extendió por gran parte de Asia, logró sobreponerse más rápidamente que el resto de los países afectados por dicha crisis (Stiglitz, 2002).

Los pocos países que siendo relativamente atrasados y han logrado grandes avances en su desarrollo económico, como pueden ser los del sureste de asiático, tampoco alcanzaron esas metas con libertad absoluta en el movimiento de capitales;

por el contrario, fueron muy selectivos en este tema y mantuvieron su sistema financiero con ciertos grados de represión. Más aún, ningún país en desarrollo que haya abierto su cuenta de capitales por completo ha podido dejar de ser “en desarrollo”.

Cuando la situación económica y financiera de un país es crítica, hay tres opciones: a) una devaluación moderada, b) una caja de convertibilidad o la dolarización unilateral, y c) control de capitales (Krugman, 2000). La devaluación moderada suele no funcionar para economías en desarrollo, como pasó en México a finales de 1994 (y en otros países); un esquema cambiario fijo e irreversible enajena por completo la política monetaria y se recomienda sólo para economías muy pequeñas; el control de capitales puede funcionar pero es muy mal visto por el mundo financiero, ya que afecta sus intereses inmediatos.

Sin embargo, un control de capitales al estilo chileno o colombiano, no tiene porqué establecerse en un periodo de crisis, por el contrario, es más fácil y más adecuado instrumentarlo en un periodo de estabilidad; así se altera menos a los “inversionistas internacionales”, y México atraviesa por ese tipo de periodo. Dichos controles no buscarían que no entrara capital externo, sino desincentivar el especulativo, sesgándola entrada hacia el capital productivo, que como se vio, es de largo plazo y soporta más la volatilidad financiera.

Si la tarea de desestimular la entrada de capitales especulativos la cumple una adecuada regulación de la cuenta de capitales, entonces la política monetaria no tendrá que estar “cuidando” al tipo de cambio, pues no habría fugas de capital masivas que precipitaran la depreciación de la moneda nacional y, con ello, los precios no se verían tan afectados; es decir, la inflación no se desbocaría.

De esta manera, si la política monetaria deja de estar atenta solamente al tipo de cambio, es posible que por lo menos deje de ser procíclica, es decir, que la tasa de interés doméstica no se mantenga alta a pesar de que haya estancamiento, sólo porque EUA tiene una política monetaria restrictiva. Muy posiblemente la autoridad monetaria tenga mayor margen de acción para determinar el tipo de política más

adecuado a las circunstancias concretas del país; un control relativo de los flujos de capitales puede entonces ofrecer cierta autonomía a la política monetaria, de ninguna forma se pretende que dicha política sea totalmente independiente. En un mundo económicamente integrado no es posible la independencia total, menos para un país como México, pero tampoco es necesario ser totalmente dependiente nada más por mantener el fundamentalismo de los mercados libres.

Como bien dice Krugman (2000): “hace veinte años, cuando incluso los países avanzados padecían una inflación de dos dígitos, cuando el control de divisas intrusas era causa de importantes distorsiones económicas y de corrupción general, predicar las virtudes de la estabilidad de precios y de la convertibilidad monetaria era claramente mover al mundo en dirección correcta. Pero ya no vivimos en ese mundo, y los lemas que eran útiles en una época se han convertido en los dogmas peligrosos de otra.”

Efectivamente, la lucha contra la inflación⁷², sin más, se ha convertido en un dogma que, además, ha sido aceptado pasivamente por los que toman decisiones económicas, tanto en el sector privado como en el público; y no es que se pretenda descuidar ese renglón, pero es que se ha convertido en un fin en sí mismo cuando obviamente es sólo un medio (entre otros muchos) para lograr un fin superior, que debería ser el crecimiento sostenido con distribución del ingreso.

La contención de la inflación se ha traducido en la contención del crecimiento de la actividad económica y la generación de empleos, pero todo ello porque la política monetaria cae en esa trampa: la libertad de flujo de capitales es irrenunciable (por dogma) entonces la política monetaria no puede apoyar la expansión económica, pues tiene que mantener tasas de interés altas para evitar la fuga de capitales y promover su entrada, ya que de lo contrario la moneda se podría devaluar y habría inflación.

⁷² Conviene hacer la reflexión acerca de qué tanto ha penetrado la ideología de ir en contra de la inflación que el propio término se ha desvirtuado; de hecho, en la actualidad no se vive con inflación si es que nos atenemos a la definición tradicional y aceptada del fenómeno: incremento sostenido y generalizado de los precios. Ahora a todo aumento de precios, por mínimo que sea, se le denomina inflación y hay que luchar contra ella.

Claro, bajo esas condiciones se entiende que las autoridades monetarias sostengan que el máximo aporte de la política monetaria al desarrollo de la economía de un país es controlar la inflación. Es decir, nos imponemos las condiciones (libre movimiento de capitales), se hacen dogmáticamente inamovibles y luego se argumenta sobre la limitación de la autoridad para hacer política monetaria, por lo tanto lo único que puede hacer es controlar el aumento de precios.

Si no se busca un tipo de cambio completamente estable (lo cual a la larga es benéfico), y si se ponen ciertas regulaciones a la entrada y salida de capital golondrino, entonces habrá mayor libertad para la política monetaria; la autoridad tendrá mayor margen de acción en la determinación de la tasa de interés y se podría fomentar la actividad académica. En resumen, sabiendo que no es viable conseguir el llamado triángulo imposible, si es posible pensar en una combinación aceptable de sus tres vértices, donde ninguno sea absoluto, pero combinados para fortalecer la capacidad de la política económica en su conjunto y de la monetaria en especial. No habría que temer, entonces, a la limitación de una libertad —la de movimientos de capital— que obstaculiza la consecución de los objetivos del desarrollo económico.

Conclusiones

Los flujos de capital internacionales han desempeñado un papel relevante en el comportamiento de la economía mundial, su aumento en particular los de corto plazo, ha sido acompañado por un incremento en el número de crisis en los países desarrollados y, especialmente, en desarrollo.

Los flujos de capitales pueden ser un importante complemento de las acciones internas para encaminar y acelerar el desarrollo económico, pueden mejorar la eficiencia en la asignación de recursos, complementar el ahorro interno, entre otras aportaciones. De igual forma, estas bondades de la libre movilidad del capital tienen, sin embargo, que ser relativizadas.

Los beneficios y riesgos de la libre movilidad del capital están también relacionados con la forma en que entran y salen los capitales de las diferentes economías en desarrollo. Es más deseable que el capital sea de largo plazo y no especulativo, de modo que ayude el financiamiento de la formación de capital. No obstante, tampoco se puede prescindir del capital de corto plazo, pues éste es el tipo de capital que financia las exportaciones y las importaciones, y suele ser muy útil cuando es bien utilizado.

Cuando entra capital en un país los beneficios inmediatos son evidentes. Pero también resulta que las ventajas que obtienen los países no compensan las pérdidas que sufren en caso de crisis, esas crisis que han ocurrido con tanta frecuencia y regularidad, y cuyos efectos negativos han sido profundos. El crecimiento de los flujos de capital rebasó la capacidad de las instituciones y las políticas económicas para asimilarlo.

Las crisis han sido más comunes y más costosas para países en desarrollo y han tomado la forma de crisis gemelas, es decir, crisis monetaria y financiera. El contagio, afecta incluso a países con economías sólidas en sus aspectos

fundamentales y que tenían poco en común con los países donde se desataron las crisis.

En cuanto a la política monetaria, la autoridad tiene que elegir entre una que atienda a la estabilidad del tipo de cambio como objetivo prioritario, o que busque controlar la cantidad de dinero circulante, esto es, la oferta monetaria en la economía.

Bajo tipo de cambio fijo y con amplia movilidad del capital, el banco central no puede determinar de manera definitiva la oferta monetaria. El intento por aumentar la cantidad de dinero al final del proceso se vuelve a elevar la tasa de interés.

Con movilidad imperfecta de capitales y tipo de cambio fijo se otorga una cierta libertad temporal para alterar la tasa de interés y mantener fijo el tipo de cambio. Es decir, en estas circunstancias la política monetaria es un poco más útil.

Bajo un régimen cambiario del tipo flotante, las fluctuaciones en la oferta y demanda de dinero son absorbidas por el tipo de cambio. La depreciación de la moneda nacional incrementa la demanda de exportaciones, inhibe la de importaciones, lo que representa un estímulo a la producción nacional. De esta forma, la política monetaria sí resulta útil para tratar de conducir a la economía evitando grandes fluctuaciones en el nivel de ingreso y gasto.

Con una política cambiaria de flotación libre, pero con movilidad de capitales imperfecta, la depreciación de la moneda, ante el aumento de la oferta monetaria, es más lenta. En este caso, la salida de divisas es también por operaciones de importación de mercancías y servicios, pero si de plano no hay posibilidad de fuga de capitales, la cuenta corriente siempre estará en equilibrio.

El problema central del tipo de cambio completamente libre es que una política monetaria expansiva, por ejemplo, puede provocar que la moneda nacional se deprecie más de lo que técnicamente debería de hacerlo.

Existe entonces el llamado "Trilema", que explica la imposibilidad de mantener un tipo de cambio prácticamente fijo, con libertad completa de movimiento de capitales y política monetaria independiente. Algo prácticamente imposible.

La expansión del comercio internacional en el siglo XIX y comienzos del XX estuvo acompañada del auge de las finanzas internacionales, donde el patrón oro se consolidó. Sin embargo, fue abandonado completamente durante la depresión de los años treinta, provocando la inestabilidad de los tipos de cambio y, sobre todo, los controles de cambios generalizados y discriminatorios, así como el derrumbe del financiamiento internacional.

Posteriormente, se dieron los acuerdos de Bretton Woods adoptados en 1944, creando un nuevo sistema de regulación económica internacional; que tuvo sus bases en: la adopción de un sistema de paridades fijas pero reajustables, el financiamiento excepcional de los países que registraran un déficit y el retorno al principio de convertibilidad de las monedas, pero sin convertibilidad de capitales.

La liberalización de los flujos de capitales comenzó a darse en los países desarrollados y en países en desarrollo. Pero debido a las crisis financieras el principio de liberación total de la cuenta de capitales ha sido sustituido por el de liberalización gradual.

Simultáneamente se dieron modificaciones a los sistemas financieros de los países industrializados: concentración de los sectores financieros en países desarrollados, un proceso generalizado de desintermediación bancaria y desregulación de las actividades en los sectores financieros.

Se profundizaron las transformaciones en los flujos de capital hacia los países en desarrollo, especialmente para América Latina. Tal es el caso, de la caída del financiamiento oficial y el aumento de los flujos privados de capital.

A pesar de los importantes cambios adoptados en materia de regulación y supervisión bancaria, la estabilidad de los mercados locales en América Latina no ha mejorado significativamente, como lo demuestran los numerosos y recurrentes episodios de crisis.

Los flujos de capital financiero han contribuido a expandir el potencial productivo de muchas economías emergentes. Sin embargo, los beneficios económicos suelen estar acompañados por una serie de dilemas de política económica.

En los períodos de auge de la entrada de capitales, las economías incurren en una excesiva expansión del crédito interno y de la liquidez. En los de recesión sucede exactamente lo contrario y se produce una exagerada contracción de la liquidez.

Se ha dado un desempeño realmente pobre de la región latinoamericana en los últimos años; tal vez se haya ganado en términos de estabilidad financiera, pero el precio ha sido relativamente alto, el lento crecimiento del producto, el aumento del desempleo y la pobreza, así como las pobres expectativas para revertir ésta, conducen a repensar la estrategia de política económica, para cuestionar la indiscriminada apertura, especialmente en lo que se refiere a la cuenta de capitales, pues las crisis que de ésta han derivado, han castigado innecesariamente a gran parte de la región.

La autoridad debe incluir objetivos de la economía real, sobre todo al ritmo de crecimiento económico, su estabilidad y sustentabilidad. De lo contrario, es muy probable que la volatilidad del financiamiento externo se siga reflejando en las economías en desarrollo en ciclos económicos agudos, crisis y pobreza creciente. Es esencial que las autoridades nacionales respondan con prudencia a los períodos de euforia en los mercados, evitando situaciones de vulnerabilidad, y mantengan márgenes de acción para hacer frente a las fases de escasez en los mercados financieros internacionales.

El grado de autonomía con que cuentan las autoridades nacionales para diseñar una política anticíclica es limitado, debido a las restricciones que impone la volatilidad del financiamiento internacional. Se debe poner especial atención en lograr: equilibrio de largo plazo en las cuentas, cada país debe establecer un régimen cambiario y política monetaria de acuerdo con sus condiciones y establecer un límite al flujo de capitales.

Chile, es uno de los países que uso controles a los flujos de capital. Su combinación de políticas monetaria, fiscal y cambiaria aplicadas durante los años noventa permitió que la economía chilena haya presentado, en promedio, un nivel de alto y estable crecimiento, con bajo desempleo y una sostenida reducción de la tasa de inflación. Su estrategia logró una menor variabilidad en la tasa de crecimiento del producto.

En lo que respecta a Colombia, los efectos de los controles fueron sensibles a los diferenciales de tasas de interés y, en consecuencia, las medidas tomadas efectivamente redujeron el volumen de las corrientes de capital.

Los controles permiten que las autoridades ejerzan un mayor control monetario y cambiario cuando están sometidas a fuertes presiones por la afluencia de capitales, asimismo, mejoran la estructura de vencimientos de las obligaciones externas, con lo cual se reducen los riesgos de liquidez.

Son un mecanismo de política aconsejable para reducir la vulnerabilidad de un país a la reversión súbita de las entradas de capital. Son fáciles de aplicar, no discrecionales y de carácter preventivo, al imponer sanciones más fuertes a las obligaciones de corto plazo en moneda extranjera.

En México desde 1989, se llevaron a cabo diversas modificaciones al sistema financiero, siguiendo los principios de desregulación, liberalización y privatización que orientaban el conjunto de la reforma económica en México y gran parte del mundo. A partir de entonces los capitales empezaron a fluir en cantidades considerables hacia la economía mexicana. Principalmente, tuvieron la característica de ser inversión de cartera y de corto plazo, dando la posibilidad a retirarse, además, esos recursos no siempre se utilizaron de la manera más productiva, por lo que se fue ampliando el desequilibrio externo.

Si en ese periodo se hubiera tenido el cuidado de imponer algún tope a la entrada de capital especulativo, tal vez la desproporción entre inversión directa y de cartera no hubiera sido tan grande y, a la salida de esta última, no se hubieran tenido tantos

problemas; de todas formas ese capital especulativo no parece haber aportado grandes impulsos al aumento de la producción y la productividad de nuestra economía.

A partir de la crisis de 1994 se modificaron las políticas monetaria y cambiaria marcando un cambio de rumbo en cuanto a los flujos de capitales en la economía mexicana. Los flujos de capitales hacia la economía mexicana han cambiado sustancialmente en su estructura, ya no son mayoritarios los flujos de capital “golondrino”, sino la Inversión Extranjera Directa, que es la forma de ahorro externo que más puede beneficiar a economía como la mexicana.

El hecho de haber optado por un régimen cambiario de flotación sucia, si bien no necesariamente liberó a la política monetaria, si contribuyó a moderar sustancialmente la entrada de capitales de corto plazo y puramente especulativos, lo que representa una ventaja, además, sin necesidad de aplicar barreras a la entrada y/o salida de capitales como lo hicieron Chile y Colombia. Sin embargo, el desempeño productivo no es satisfactorio.

La política monetaria con apertura indiscriminada de la cuenta de capitales pierde mucho de su potencialidad, especialmente porque su poder en los mercados financieros del mundo es muy limitado. La política monetaria se ha mantenido también subordinada, en concreto a la política monetaria de EUA.

Con una política monetaria menos dependiente, la tasa de interés en México podría ser utilizada para manejar más adecuadamente la demanda agregada, disminuyendo los efectos nocivos del ciclo económico, y alcanzar una sana combinación de aumento de precios y crecimiento económico con generación de empleos.

Con respecto el régimen vigente, el de flotación sucia: el tipo de cambio es un precio muy importante en cualquier economía globalizada como para dejar que lo determine libremente el mercado, se debe aprovechar las posibles ventajas de este régimen para dar cierta potencia a la política monetaria nacional.

Se deben instrumentar algunas medidas para impedir la especulación del capital internacional de corto plazo. Las experiencias de Colombia y Chile son una muestra de que las autoridades deben aceptar que no es necesario correr el riesgo de mantener una cuenta de capitales completamente libre y que, además, es posible hacer política monetaria con relativa autonomía.

China y la India no tienen libertad completa de movimientos de capital. Malasia, por otra parte, impuso controles de capital y de cambios. Es claro que ningún país en desarrollo que haya abierto su cuenta de capitales por completo ha podido dejar de ser “en desarrollo”. Los controles no buscarían que no entrara capital externo, sino desincentivar el especulativo, sesgándola entrada hacia el capital productivo.

Se busca entonces mayor libertad para la política monetaria, la autoridad tendrá mayor margen de acción y se podría fomentar la actividad económica.

Referencias bibliográficas y bibliografía

1. Aspe, P. (1993). *El camino mexicano de la transformación económica*, Fondo de Cultura Económica, México.
2. Ayala Espino, J. (2003). *Instituciones para mejorar el desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, México.
3. ——— (1999). "Consideraciones sobre el establecimiento de una política de Estado", en *Comercio Exterior*, vol. 49, núm. 3, México, marzo.
4. Banco de Pagos Internacionales (2003). *Los principios de supervisión y regulación bancaria*, en su página WEB.
5. Banco Mundial (1998). *Más allá del consenso de Washington. La hora de la Reforma Institucional*.
6. Banco Mundial (1999). "Beyond financial crisis", *Global economics prospects and the developing countries*.
7. Block, L. F. (1980). *Los orígenes del desorden económico internacional*, Fondo de Cultura Económica, México.
8. Budnevich C. y Pérez, J. (2003). "Política monetaria: la reciente experiencia chilena", en *Estudios Públicos* No. 59.
9. CEPAL (2000). "Hacia un sistema financiero internacional estable y predecible y su vinculación con el desarrollo social" Santiago de Chile, Reunión de Alto Nivel organizada por la Secretaría de Relaciones Exteriores de México, con el apoyo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), México, D.F., 5-6 de septiembre de 1999.
10. ——— (2000a). *Fortaleciendo la institucionalidad financiera en Latinoamérica*, Serie Temas de coyuntura, No. 9.
11. ——— (2002). "Globalización y desarrollo", documento elaborado por la Secretaría de la Comisión para el vigesimonoveno período de sesiones de la Comisión, Brasilia, mayo.
12. ——— (2004). *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2003-2004*, en su página WEB.
13. Cohen, B. (1977). *La organización del dinero en el mundo*, Fondo de Cultura Económica, México.

14. D'Arista, Jane W. y Stephany Griffith-Jones (2001). "The boom of portfolio flows to 'emerging markets' and its regulatory duplications", en *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*, Oxford, Oxford University Press.
15. De Gregorio, J., S. Edwards y R. Valdés (2000). "Controls on Capital Inflows: Do They Work?", *NBER Working Paper*, N° 7645, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
16. Díaz-Alejandro, C. (1985). "Adiós represión financiera. ¡qué tal, crac financiero!", en Mansell, C. Catherine (Comp.), *Liberalización financiera en los países desarrollados América Latina*, CEMLA-BID, México, 1995.
17. Dornbusch, R. (1981). *La macroeconomía de una economía abierta*, Antoni Bosch editor, Barcelona, España.
18. Eatwell, John y Lance Taylor (2000). *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*, Nueva York, The New Press.
19. Eichengreen, (1996). *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton.
20. ——— (2000). *Hacia una nueva arquitectura financiera internacional*, Institute for International Economics, Oxford, México
21. Eichengreen, B. y Mussa, M. (1998). "Liberalización de la cuenta de capitales y el FMI"; en *Finanzas y Desarrollo*, FMI, diciembre.
22. Fry, M. (1988), *Dinero, interés y banca en el desarrollo económico*, Felaban, CEMLA, México.
23. Galindo, L. M. y Alatorre, E. (2004). "Una evaluación de reglas de política monetaria alternativas: el caso de México", en *Economía Informa*, FE, UNAM, no. 326, mayo, Méx.
24. Gallego, F., L. Hernández y K. Schmidt-Hebbel (2002). "Capital controls in Chile: were they effective?", en L. Hernández y K. Schmidt-Hebbel (comps.), *Banking Financial Integration, and International Crises*, tomo 3, Santiago de Chile, Banco Central de Chile.
25. Gil Díaz, F. (1997). "Política monetaria y cambiaria en tiempos de crisis"; en *Ejecutivos de Finanzas* No. 11, México, Noviembre.
26. Garrido C. y Peñaloza, T. (1996). *Ahorro y sistema financiero mexicano, diagnóstico de la problemática actual*, Grijalbo UAM, México.
27. Gobierno de la República, *Informe de Gobierno*, varios años.
28. Gómez, G. (2003). "México: política monetaria autónoma o integración monetaria", en prensa.

29. ———, (1989). *Neoliberalismo y cambio estructural en México*, tesis de maestría, México, CIDE, A.C.
30. Gómez, G. y Pallán, D. (2003). "Profundización financiera, banca, ahorro e inversión en México", en Mántey y Levy (Coord.), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, Miguel Ángel Porrúa UNAM-DGAPA-Acatlán, México.
31. Graciela Moguillansky (2002). "Inversión y volatilidad financiera: América Latina en los inicios del nuevo milenio" en *Informes y estudios especiales 3*, División de Desarrollo Económico Santiago de Chile, enero.
32. Greenspan, Alan (1997). "The globalization of finance", en *The CATO Journal* volumen 17, no 3, octubre.
33. Guitián Manuel, (1976). *Balanza de Pagos*, CEMLA, México, 333 pp.
34. ——— (1999). "Repercusiones de los flujos internacionales de capital en la política económica"; en *Finanzas y Desarrollo*, FMI, marzo.
35. Hernández, F., (2003). *La economía de la deuda, lecciones desde México*, Fondo de Cultura Económica, México.
36. Hoggarth, G. y Sterne, G. (2002). "Flujos de capital: causas, consecuencias y respuestas de política", *Colección Ensayos No. 66* CEMLA, México.
37. Huerta, A. (2004). "Política antiinflacionaria y estancamiento", en *Economía Informa*, México, FE, UNAM, no. 326, mayo,.
38. Kregel Jan, (1999). "Flujos de capital, banca mundial y crisis financiera después de Bretton Woods", en *Comercio Exterior*, vol. 49, núm. 1, México, enero.
39. Krugman P. (1996). *Vendiendo prosperidad, Sensatez e insensatez económica en una era de expectativas limitadas*, Ariel Sociedad Economía, Ariel, México, D. F.
40. ——— (1999b). "Capital Control Freaks: How Malaysia got away with economic heresy". En *The Dismal Science*. En su página WEB.
41. ——— (1979). "A model of balance of payments crises", *Journal of Money, Credit, and Banking*, agosto, pp. 311-325.
42. ———. (2000). *El retorno de la economía de la depresión*, Crítica, Barcelona, España.
43. ——— (2004). "El gran resquebrajamiento. Cómo hemos perdido el rumbo en el nuevo siglo". Ed. Norma, Universidad de los Andes, Bogota.
44. ——— (1997). "Currency crises", Documento elaborado para la conferencia de NBER en octubre, www.web.mit.edu/krugman/www/.

- 45.———. (1999a), "Analytical afterthoughts on the Asian crisis", www.web.mit.edu/krugman/www/.
46. Le Fort, G y Lehmann, S. (2000). "El encaje, los flujos de capitales y el gasto: una evaluación empírica", Banco Central de Chile Documentos de Trabajo Central, Working Papers N° 64, febrero.
47. Le Fort, G y Lehmann, S. (2003). "El encaje y la entrada neta de capitales: Chile en el decenio de 1990", *Revista de la CEPAL*, 81, diciembre.
48. Mansell, C. (1992). *Las nuevas finanzas en México*, IMEF ITAM,
49. Mansell, C. (1994). "De la represión financiera a las operaciones de mercado abierto", en Mansell (comp.) *Liberación e innovación financiera en los países desarrollados y América Latina*, CEMLA,-BID, México.
50. Mántey, G. (1999). "Políticas monetaria y cambiaria para el crecimiento con flujos de capital externo volátiles", en *Comercio Exterior*, México, mayo.
51. Mántey, G. (2003). "Política monetaria con globalización financiera. Integración Monetaria vs regulación del crédito", en Mántey y Levy (Coord.), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, Miguel Ángel Porrúa UNAM-DGAPA-Acatlán, México.
52. Martínez, Sánchez y Werner (2001). "Consideraciones sobre la Conducción de la Política Monetaria y el Mecanismo de Transmisión en México", Banco de México, *Documento de Investigación* No. 2001-02.
53. Modigliani, Fabozzi, y Ferri (1996). *Mercados e Instituciones Financieras*, Prentice Hall, México.
54. Mussa, M., Swoboda, A., Zettelmeyer, J. Y Jeanne, O. (1999). "Flujos de capital hacia las economías de mercados emergentes"; en *Finanzas y Desarrollo*, FMI, septiembre.
55. Obstfeld, M. (1986). "Rational and self-fulfilling balance of payments crises", *The American Economic Review*, marzo, pp. 72-81.
56. Ocampo, J. A. (1999). *La reforma del sistema financiero internacional, un debate en marcha*. CEPAL, Fondo de Cultura Económica, Chile.
57. Ocampo, J. A. Y Tovar (2003). C. "Flujos de Capital, ahorro e Inversión en Colombia, 1990-1996", en *Capital Flows and Investment Performance: Lessons from Latin America*, Ricardo Ffrench-Davis and Helmut Reisen (eds.), Paris, OECD Development Centre/ECLAC.
58. Ortiz, G. (1993). *La reforma financiera y la desincorporación bancaria. Una visión de la modernización de México*, Fondo de Cultura Económica, México.
59. Rincón, C. (2000). "Efectividad del controla los flujos de capital", Banco de la República, Colombia. En su sitio WEB.

60. Rojas, P. (2000). "Política monetaria y cambiaria en Chile durante los noventa", en *Estudios Públicos*, 78.
61. Sachs, J. Y Larraín, F. (1994). *Macroeconomía en la economía global*, Prentice Hall, México.
62. Sardá, J. (1974). "La crisis monetaria internacional, Ariel, Barcelona, España.
63. -Stiglitz, J. (1998, a). "More Instruments and More Goals: Moving Toward the Post-Washington Consensus", en la Página WEB del Banco Mundial.
64. ———. (2002). *El Malestar en la Globalización*, Taurus, España.
65. Swary, I. y Topf, B. (1993). *La desregulación financiera global, la banca comercial en la encrucijada*, Fondo de Cultura Económica/Economía contemporánea, México.
66. Van Horne, J. C. (1992). *Administración Financiera*, Prentice Hall, México, novena edición.
67. Velasco, A., (2002). "Tipos de cambio en mercados emergentes: El futuro de los regímenes de flotación", en *Estabilización y política monetaria: la experiencia internacional Banco de México*, Documentos presentados en el Seminario del 75 Aniversario, México.
68. Villar Gómez, L. (2000). "Manejo de auge y crisis financieras internacionales", Miembro de la Junta Directiva, Banco de la República de Colombia, en CEPAL 2000.
69. Villarreal, R. (1983). *La contrarrevolución Monetarista*, Ed Océano, México.
70. ——— (1997). "Industrialización, deuda y desequilibrio externo en México", FCE.
71. Williamson, J. (1995). "El manejo de los flujos de entrada de capitales"; en *Pensamiento Iberoamericano*, enero-junio.
72. ——— (1990), "What Washington Means by Policy Reform", *En Latina America Ajustment. How Much Has Happened*, editado por Williamson. Wash., D.C: Institute for International Economics.