

**Regulación de los Movimientos de
Capital en los Países en
Desarrollo:
Reflexiones sobre la experiencia de
los Noventa**

José María Fanelli *

**Comentarios:
Samuel Doria Medina
Pablo Gottret
Luis Carlos Jemio**

* Director del Centro de Estudios de Estado y Sociedad de Argentina

INTRODUCCIÓN

El objetivo del artículo es presentar algunas reflexiones sobre el problema de la regulación de los movimientos de capital desde la perspectiva de un país en desarrollo¹. El propósito no es realizar un *survey* de la literatura sino presentar de manera sucinta y consistente los problemas analíticos y de política más importantes. Tanto en los países en desarrollo como en los industrializados, la cuestión de la regulación de los movimientos de capital ha sido objeto de importantes debates en las dos últimas décadas. En el caso de los países desarrollados, pueden encontrarse tratamientos rigurosos e interesantes en la discusión sobre la *Tobin tax* y temas afines².

Estos trabajos se concentran en el análisis de la volatilidad en el contexto de los regímenes de tipo de cambio más flexibles que se fueron imponiendo en los países industrializados en la era post Breton Woods así como en las consideraciones de bienestar vinculadas con los impuestos a los movimientos de capital. Los estudios sobre el rol de la volatilidad en los países en desarrollo son mucho menos sistemáticos y es bastante lo que hay para avanzar en la investigación de la interacción entre volatilidad y flujos de capital.

Hay una característica que distingue a la literatura sobre los países en desarrollo de la referida a los industrializados. En la primera siempre hubo una tendencia a analizar la regulación de los movimientos de capital abarcando un espectro de temas que va más allá de las cuestiones de volatilidad cambiaria y las consecuencias sobre el bienestar para abarcar problemas de estabilidad agregada, fragilidad financiera y crecimiento. Una razón que explica esto parcialmente es que buena parte de la literatura sobre el tema se originó en el debate sobre la *secuencia* correcta de las reformas que siguió al fracaso de los intentos de liberalización financiera en el Cono Sur³.

¹ Las regulaciones implican intervenir para modificar los resultados del libre funcionamiento de los mercados. Muchos economistas y políticos consideran este un hecho perjudicial per se. Por ello, para evitar descalificaciones prematuras muchos prefieren evitar la palabra "control" y utilizar la más digerible frase "regulación prudencial" al referirse a este tema, aún cuando muchas veces el componente más importante del paquete de regulación es el control cuantitativo de los flujos.

² Ver, por ejemplo, ul Haq, Kaul and Grunberg (1996).

³ Sobre el problema de la secuencia ver Fanelli y Frenkel (1993) y la bibliografía que allí se cita.

La tendencia a colocar el examen de los controles y el manejo prudencial de la cuenta capital en el contexto global de la política económica se acentuó con la consolidación del Consenso de Washington en la segunda parte de la década de los ochenta. Esto era bastante natural ya que el Consenso era un enfoque totalizador de la reforma que debía dar cuenta de las interacciones entre las diferentes políticas de cambio estructural. Sobre todo de las que se producen entre la desregulación financiera y de la cuenta capital, la apertura comercial y la estabilización.

En la presente década, caracterizada por la reanimación de los flujos de capital hacia un conjunto de países en desarrollo y economías en transición, el estudio de las regulaciones de la cuenta capital ha recibido un nuevo impulso. El interés práctico de la cuestión aumentó porque la creciente oferta de capitales planteó problemas complejos a la política cambiaria, monetaria y financiera. Ante la escasez de instrumentos, muchos países recurrieron a controles y regulaciones de los flujos de capital con la intención de suavizar las fluctuaciones del nivel de actividad, asegurar la estabilidad financiera y mitigar el desequilibrio de la cuenta corriente.

Las crisis de balanza de pagos y financieras que se observaron en varios países desde 1994 en adelante, luego de un período sostenido de entradas de capital, han coadyuvado también a reavivar el interés en la regulación de los movimientos de capital y su relación con la estabilidad macroeconómica y financiera. Los dos eventos paradigmáticos en relación con esto, obviamente, son el efecto tequila hacia fines de 1994 y la crisis asiática que comienza con los sucesos de julio de 1997 en Tailandia.

Más allá de la forma en que históricamente se desarrolló la literatura sobre regulaciones de la cuenta de capital, en realidad son las políticas implementadas por los países en desarrollo las que obligan a abordar el análisis de las regulaciones de la cuenta de capital con un enfoque que evite un tratamiento de "equilibrio parcial".

Este hecho resulta muy claro al repasar los instrumentos utilizados para el manejo de los flujos de capital externo en los noventa. Entre los mismos figuran: la esterilización de los flujos, la austeridad fiscal, la liberalización del comercio y de las salidas de fondos, controles cuantitativos e impuestos a las entradas de capital, la revaluación de la moneda, el aumento de la flexibilidad de corto plazo del tipo de cambio nominal, variaciones en las medidas de regulación prudencial de la banca y medidas tendientes a desanimar el endeudamiento de los particulares y las empresas (Reinhardt y

Reinhardt, 1997). Está claro que estas medidas tienen efectos que van mucho más allá de los circunscriptos al mercado de capitales para afectar la evolución macroeconómica, el crecimiento y la competitividad.

En estas circunstancias, sería incorrecto evaluar la pertinencia de un determinado conjunto de regulaciones sin considerar los objetivos y las restricciones del proceso global de elaboración e implementación de la política económica. No debe olvidarse, además, que en el caso particular de los países en desarrollo existen restricciones severas tanto en lo relativo a la cantidad y calidad de instrumentos de política económica a disposición de las autoridades como en lo que hace al desarrollo institucional y, por ello, muchas veces se recurre a las regulaciones de la cuenta capital como sustituto de otras políticas (por ejemplo, de la esterilización) que pueden aparecer *a-priori* como superiores pero que no pueden utilizarse por sus efectos colaterales (vgr, aumento del déficit cuasi-fiscal).

En el debate sobre la *Tobin tax* se suele aceptar que los dos objetivos fundamentales buscados con su aplicación son, primero, asegurar que las expectativas de corto plazo del tipo de cambio real reflejen el valor de las variables fundamentales que determinan el valor del tipo de cambio de equilibrio y, segundo, lograr un mayor grado de autonomía en el manejo de la política monetaria (Eichengreen y Wyplosz, 1996; Frankel, 1996; Dooley, 1996). En los países en desarrollo los objetivos de política buscados fueron mucho más numerosos y también fue muy superior la cantidad de instrumentos de regulación de la cuenta capital efectivamente aplicados. En efecto, del análisis de la experiencia de los países en desarrollo en los noventa surge que en relación con los objetivos buscados por la regulación los más importantes han sido: preservar la estabilidad macroeconómica, asegurar la estabilidad del sistema financiero y evitar que la revaluación cambiaria dañe la competitividad.

En cuanto a los instrumentos utilizados en la regulación de los flujos de capital en los noventa, los más frecuentes fueron: (a) impuestos y requerimientos de reservas mínimas, (b) límites cuantitativos prudenciales al endeudamiento, incluyendo la prohibición de algunas operaciones, (c) eliminación de restricciones a la salida de capitales, incluyendo los fondos de pensión, (d) cambios en la regulación prudencial de los bancos orientada a regular el crédito externo.

En lo que sigue trataremos de evaluar la pertinencia de las regulaciones a los movimientos de capital para obtener los objetivos de política antes

mencionados tomando como base la experiencia de los países en desarrollo en los noventa, particularmente los de América Latina. Asimismo, cuando ello sea relevante, se examinará si las medidas específicas de regulación utilizadas por los países eran las más correctas para cumplir con los objetivos buscados con la regulación. En buena medida, sin embargo, esto último excede el alcance de este trabajo ya que la elección de una medida específica de control suele ser muy dependiente de las restricciones que las características propias de cada país impone.

Hemos organizado la discusión de estos puntos en base a tres ejes temáticos: la inestabilidad macroeconómica, las fallas en los mercados de capital y el régimen cambiario. En la sección I se estudian las interacciones entre inestabilidad macroeconómica y regulación y se enfatiza el rol de las fallas de mercado en la intermediación de fondos a nivel internacional y de las debilidades institucionales. La sección II se centra en el vínculo entre regulación prudencial de la cuenta de capital y estructura de intermediación financiera en el contexto de una economía con una estructura de mercados de capital muy incompleta.

La sección III está dedicada a examinar los efectos de las regulaciones de los flujos de capital del exterior en economías en las que el tipo de régimen cambiario elegido es no-neutral en relación tanto con el valor de equilibrio de las variables fundamentales como con la dinámica de ajuste macroeconómico. En la última sección se presentan, brevemente, las conclusiones más importantes del trabajo para la política de regulación en los noventa.

I. INESTABILIDAD MACROECONÓMICA, INSTITUCIONES Y REGULACIÓN

¿Por qué regular los movimientos de capital y no dejar que el mercado haga el trabajo sin interferencias? Está claro que para dar una respuesta coherente a esta pregunta es necesario asumir explícitamente que existen imperfecciones en el funcionamiento de los mercados que impiden que el resultado sea óptimo⁴. En esta sección analizaremos el rol de la inestabilidad macroeconómica en relación con esto y en la siguiente incluimos las fallas en los mercados de capital.

La economía en desarrollo típica es una pequeña y abierta a los flujos de capital y de comercio y con cierta propensión a la inestabilidad. Más allá de las sustanciales ganancias de bienestar que significa la integración con el resto del mundo, la integración implica una mayor exposición a *shocks* externos de magnitud provenientes tanto de los mercados de capital como del comercio.

Una forma de evaluar el grado de incertidumbre que los agentes enfrentan en los países en desarrollo es comparar la volatilidad de sus variables macroeconómicas clave con aquella correspondiente a los países desarrollados. En BID (1995) se documenta de manera convincente la existencia de esta diferencia en los niveles de incertidumbre. Utilizando como indicadores el desvío standard y los residuos de las series de tiempo que sirven de modelo a las variables fundamentales, se demuestra la mayor volatilidad de la tasa de crecimiento, de consumo, de inversión, en los términos del intercambio y en los flujos de capital en los países en desarrollo. El mayor "ruido" en los procesos estocásticos que gobiernan la evolución de las variables macroeconómicas clave se asocia con desequilibrios macroeconómicos que muestran signos de inestabilidad en tanto son más recurrentes, relativamente más duraderos y más profundos que en los países industriales⁵.

⁴La justificación para regular que normalmente aparece en la literatura son las fallas de mercado. Una típica es la existencia de una diferencia entre el costo del riesgo para la sociedad y para los agentes privados. La cuña entre el valor social y el de mercado se podría deber a las externalidades generadas por las variaciones en el riesgo país en un contexto en que existe la imposibilidad de ejecutar la deuda de un deudor soberano. Pero también podría deberse a la existencia de una regulación. Por ejemplo, seguros de depósitos explícitos o implícitos. En este segundo caso, el gobierno debería intervenir para corregir los efectos de otra distorsión introducida previamente. La regulación también podría justificarse por razones de inestabilidad macroeconómica.

⁵ Ver también Rodrik (1997) donde se enfatiza el efecto de la volatilidad sobre el crecimiento del gasto público y el equilibrio fiscal.

En principio, un acceso más fluido a los mercados internacionales de capital debería actuar a favor de una reducción en la volatilidad macroeconómica ya que abriría la posibilidad de diversificar el riesgo asociado a cada país utilizando los mercados internacionales. No se ha observado, sin embargo, que la creciente integración de los países emergentes a los mercados internacionales en los noventa se haya traducido sin ambigüedad en niveles sustancialmente menores de inestabilidad macroeconómica. En realidad, en algunos casos parece haber ocurrido lo contrario, como en el caso de Turquía, México y Argentina entre 1993 y 1994 o las economías de alto crecimiento del Asia luego de 1997.

Asimismo, los casos de Corea, Tailandia, Malasia o Indonesia han tenido un gran impacto negativo sobre la confianza en la capacidad del mercado de capitales internacional como instrumento de diversificación de riesgos. Hasta hace muy poco, estas economías parecían estar en condiciones de disfrutar de los beneficios del acceso a los mercados internacionales de capital gozando al mismo tiempo de cierta inmunidad contra la inestabilidad macroeconómica de tipo latinoamericano.

En realidad, cuando se toma en cuenta que los mercados internacionales de capital muestran importantes deficiencias, no es tan sorprendente que los países en desarrollo encuentren dificultades para explotar los beneficios de la apertura y la integración financieras en términos de estabilización del consumo, reasignación de la inversión y diversificación del riesgo. La primera imperfección bastante obvia es que el mercado está fuertemente segmentado. Los países en desarrollo más pequeños enfrentan un racionamiento severo. La mayor parte de los fondos prestables disponibles es absorbida por un reducido número de países. Por ejemplo, en los noventa, tres cuartas partes de la emisión de bonos externos de países en desarrollo y economías en transición fueron realizadas por cuatro tomadores de crédito en América Latina y cinco en Asia (UNCTAD, 1996). En segundo lugar, el funcionamiento del mercado está lejos de ser eficiente.

Tres episodios recientes han revelado importantes anomalías. El endurecimiento de la política monetaria en los Estados Unidos a principios de 1994, la crisis mejicana de diciembre de ese año y la de Tailandia en julio de 1997 indujeron fluctuaciones pronunciadas en la disponibilidad de fondos para los países en desarrollo. Particularmente importante fue la volatilidad de los flujos de fondos hacia América Latina y los países en desarrollo de Asia.

A nivel nacional, esto causó importantes variaciones en las variables macroeconómicas clave. Los países con grandes déficit de cuenta corriente y tipos de cambio fijo o manipulados son los que sufrieron más debido a la volatilidad en los movimientos de capital. Otra característica desalentadora es que los retornos de los bonos de los países en desarrollo tendieron a correlacionarse más estrechamente en los períodos de turbulencia financiera. Por ejemplo, luego de la devaluación mejicana la correlación en los retornos totales de los bonos Brady en los países en desarrollo aumentó de manera pronunciada (IMF, 1995). Es muy difícil diversificar el riesgo en un contexto de inestabilidad en las funciones de distribución de los retornos.

Dado que existen estas fallas de mercado, es relevante preguntarse si la regulación de los flujos no podría ser utilizada para aislar a las economías nacionales de las fluctuaciones en los movimientos de capital. La experiencia parece indicar que los países que utilizaron los requerimientos de depósitos no remunerados e impuestos obtuvieron algún éxito en cambiar la composición de los flujos de capital en contra de los movimientos de corto plazo que se suponen más especulativos.

Sin embargo, hay consenso en que éstas medidas sólo pueden usarse de manera muy prudente y sólo sobre determinados tipos de flujos de fondos. Dicho en otros términos, es poco probable que la regulación de los movimientos de capital se pueda utilizar para evitar fluctuaciones de magnitud originadas en los mercados internacionales. Asimismo, la efectividad de los controles parece mostrar un fuerte grado de asimetría. La experiencia muestra que es muy difícil imponer restricciones a las salidas de fondos sin que ello implique una escalada que ponga a la economía del país fuera de los mercados. En general, los países que experimentaron fuertes salidas de capital como México, Corea o la Argentina, prefirieron recurrir al FMI antes que volver a los controles masivos a los flujos de capital.

En conclusión, en relación con la inestabilidad macroeconómica, los mercados internacionales son todavía muy imperfectos para garantizarla y las regulaciones de los flujos sólo podrían ayudar marginalmente en un contexto de exceso de oferta de fondos prestables pero serían inútiles en uno caracterizado por el exceso de demanda. En este sentido, la asistencia del FMI y otros organismos sigue siendo de crucial importancia no sólo para garantizar la estabilidad sino para ayudar a los países a seguir avanzando en su integración a los mercados de capital sin recaer en controles excesivos.

Otro rasgo de las economías en desarrollo relevante para las cuestiones que estamos analizando es el débil desarrollo de la estructura institucional. Y con costos de transacción diferentes de cero, las instituciones importan. De hecho, una de las características salientes de los países desarrollados es la de contar con sofisticadas instituciones, aptas para organizar complejos intercambios impersonales a un costo mínimo. En este sentido, las instituciones que componen la estructura de la intermediación financiera pueden concebirse como arreglos para minimizar los costos en las transacciones de intermediación (Fry, 1995).

En los países en desarrollo, la calidad de la información y de los sistemas de contabilidad es mala; el marco legal y regulatorio es débil; los derechos de propiedad tienden a ser ambiguos y garantizar el cumplimiento de los contratos financieros es más dificultoso. Por otra parte, también debe tomarse en cuenta que la ineficiencia y baja confiabilidad de las instituciones es una fuente independiente de incertidumbre que puede interactuar de manera perversa con la generada por la inestabilidad macroeconómica.

Estas características de la estructura institucional son de gran importancia a la hora de evaluar las propiedades de un paquete de regulación. *Ceteris paribus*, las regulaciones aumentan los costos de transacción y pueden tener efectos colaterales que actúen en contra del desarrollo de las instituciones (vgr., evasión de un tributo a los capitales de corto plazo). Sin embargo, también es cierto que si una regulación reduce la volatilidad o permite aliviar un problema de información asimétrica imponiendo reglas estrictas de *disclosure* podría tener efectos muy positivos en términos de desarrollo institucional al tornar posibles transacciones que no lo eran. Específicamente, cuando se reduce la volatilidad de precios relativos o se mejora la información sobre la situación de los deudores nacionales ello refuerza el valor de los contratos. Y las relaciones contractuales son la base institucional del mercado. Como lo enfatizamos en lo que sigue, es necesario tener presente que uno de los objetivos mas importantes de la política financiera en las economías en desarrollo es la de crear mercados.

II. MOVIMIENTOS DE CAPITAL, INTERMEDIACIÓN Y FALLAS DE MERCADO

La inestabilidad macroeconómica y la debilidad en el funcionamiento institucional tienden a incrementar la incertidumbre y los costos de transacción y ello es perjudicial para el desarrollo de los mercados de capital. La excesiva volatilidad achica el horizonte intertemporal y aumenta el riesgo de crédito

(Rojas-Suarez y Weisbrod, 1995 y 1996). Esto constituye un serio impedimento para las transacciones de instrumentos financieros de largo plazo y para la diversificación y cobertura de riesgos (Glen, 1993). Asimismo, los costos más altos de recolección de información y diseño de contratos óptimos-tomando en cuenta los problemas de compatibilización de incentivos y cumplimiento- implican costos de transacción más altos y, en algunos casos, prohibitivamente altos.

Como resultado, muchas transacciones se convierten en no rentables, no son realizadas y, por tal causa, los mercados devienen muy débiles e ilíquidos o directamente desaparecen. Estos factores son importantes para entender una serie de características de la estructura de intermediación financiera en los países en desarrollo. Destacamos a continuación las de mayor relevancia para nuestro análisis de la regulación de los flujos externos.

La primera característica es que la eficiencia funcional tiende a ser relativamente pobre. Cuando los mercados financieros son ilíquidos y pequeños es muy dificultoso para los intermediarios adquirir una escala mínima de eficiencia y un grado óptimo de especialización en la producción de servicios financieros. La falta de especialización y escala aumenta los costos unitarios. En tal situación, habrá servicios muy importantes que no son ofertados debido a que no son rentables con la escala y el grado de especialización con que deberían ser producidos.

La segunda característica es que la excesiva volatilidad y las dificultades en la evaluación del crédito impiden el desarrollo de numerosos mercados que sí existen en los países desarrollados. En los países en desarrollo, los mercados de futuros organizados o las transacciones "de mostrador" en derivados o bien no existen o bien son altamente rudimentarios. Asimismo, los mercados de crédito de largo plazo son muy pequeños y altamente segmentados, el nivel de capitalización de las bolsas es bajo y las posibilidades de diversificación de cartera son muy limitadas debido a la falta de diversidad en la gama de actividades cubierta por las firmas cotizantes; sólo las acciones de las corporaciones más representativas tienen un mercado activo y líquido.

Los mercados de bonos del gobierno son usualmente más líquidos y de mayor tamaño que los mercados de bonos privados, pero se caracterizan por un alto grado de volatilidad de los retornos. Por otra parte, hay mercados que existen o tienen un tamaño fuera de lo normal sólo debido al alto grado de incertidumbre; el caso típico es el mercado para depósitos denominados en dólares que se desarrolla debido a que el público utiliza la moneda extranjera

como una cobertura imperfecta contra desequilibrios macroeconómicos tales como la alta inflación y la devaluación no anticipada.

Una tercera característica es que el sistema bancario muestra dos deficiencias importantes. En primer lugar, el racionamiento de crédito es muy frecuente debido a la importancia de los fenómenos de información asimétrica y los costos de agencia. La falta de información acerca de los potenciales deudores puede llevar a reglas de asignación del crédito ineficientes que racionan a aquellos agentes con proyectos de mayor rentabilidad (Cho, 1986). En una situación en la cual los costos de selección, control y cumplimiento son demasiado altos para ciertos grupos, el mercado tiende a segmentarse de acuerdo a las características del deudor. En segundo lugar, en algunos países las tasas de interés excesivas y la alta volatilidad de la tasa de cambio pueden llevar no sólo a la desaparición de mercados organizados en los que los particulares puedan cubrirse del riesgo de tasa de interés y de cambio sino, también, a que los bancos sean reacios a llevar a cabo su función en la intermediación de plazos y moneda. Por esta misma razón los bancos no desarrollarán instrumentos a ser negociados "en el mostrador".

Estas debilidades estructurales de los mercados financieros limitan la posibilidad de que las familias y las firmas puedan obtener una combinación riesgo-rentabilidad óptima en sus asignaciones de portafolio. La segmentación de mercado tiende a discriminar en contra de las familias, pequeñas y medianas empresas y empresarios innovadores. Las decisiones de gasto de estos agentes se encuentran sensiblemente constreñidas por la liquidez mientras que la inversión en las firmas restringidas por crédito queda determinada por su capacidad de retención de beneficios. Como consecuencia, las variables de "aceleración" tales como el ingreso rezagado, las ventas o el flujo de caja tienen una gran influencia sobre el gasto (Bernanke y Gertler, 1990 y 1995, Hubbard, 1998).

La estructura de capital de las grandes firmas con acceso al mercado de crédito suele mostrar un alto nivel de apalancamiento. Las interrelaciones estrechas entre bancos y firmas es común en esos casos y resulta funcional para minimizar los costos de agencia y evitar la fragilidad financiera. Los costos de agencia acentuados por los problemas institucionales (tales como las dificultades para resolver los reclamos de los diferentes tipos de acreedores en caso de quiebra) se traducen en la abundancia de instrumentos financieros no comercializables y en la casi inexistencia e iliquidez de los mercados secundarios de deuda privada.

En suma, los rasgos estructurales negativos que caracterizan la intermediación financiera son: reducida eficiencia funcional, mercados faltantes para el intercambio de riesgos y para crédito de largo plazo, racionamiento y segmentación y renuencia de los intermediarios a transformar plazos y monedas. Creemos que estos rasgos juegan un rol importante en la explicación de algunos hechos estilizados característicos de los movimientos de capital en los años noventa. Uno muy importante es la ocurrencia conjunta de crisis financieras y de balance de pagos, con las crisis financieras siguiendo a la liberalización de los sistemas bancarios.

Según Vinod Thomas (1998), se produjeron 200 incidentes financieros desde 1970 incluyendo crisis de la moneda y crisis financieras. Hubo 86 episodios de crisis financiera en 69 países y el 70% de esas crisis ocurrieron hacia fines de los ochenta y principios de los noventa. Hay un segundo hecho relativo a los movimientos de capital en los noventa que hace sospechar que las fallas de mercado han jugado un rol importante. A diferencia de lo ocurrido en episodios similares de los setenta y ochenta, en los noventa en la gran mayoría de los casos en que se produjeron crisis de balanza de pago el déficit de cuenta corriente se debió básicamente al comportamiento del sector privado. En muchos países no hubo déficit públicos importantes. Esto en principio hablaría de una mala apreciación del riesgo por parte de los agentes privados como claramente fue el caso, por ejemplo, del sobreendeudamiento de las firmas coreanas.

Estas fallas de mercado también afectan negativamente a la política monetaria. Un importante problema es lo reducido del stock de bonos con relación al tamaño de los flujos de capital en muchas economías en desarrollo. Bajo tales circunstancias, los intentos de esterilización de los flujos de capital o de absorción de la monetización del déficit fiscal vía operaciones de mercado abierto produce "saltos" excesivos en las tasas de interés debido a que el flujo de nueva oferta de bonos es demasiado alto con relación a la demanda stock. En una estructura dominada por los bancos que es propensa a racionar el crédito y donde se dan fuertes saltos en las tasas de interés es muy difícil predecir cuál será el resultado último de una determinada medida de política económica. Los países que hicieron uso de la esterilización en los noventa (por ejemplo, Chile y Colombia), en general terminaron abandonando o reduciendo drásticamente el uso del instrumento debido los costos cuasi fiscales para el Banco Central y a los efectos negativos sobre la fragilidad financiera inducidos por la suba de tasas de interés.

Las fallas de mercado se relacionan prioritariamente con la existencia de incertidumbre macroeconómica y fallas institucionales. Sin embargo, los

ejemplos anteriores llaman la atención sobre el hecho de que las fallas en los mercados financieros, a su vez, pueden constituirse en mecanismos de retroalimentación de la inestabilidad en la medida en que las restricciones de liquidez y los mecanismos de aceleración tienden a amplificar y a aumentar la duración de los desequilibrios. En realidad, nuestra hipótesis es que los factores que hemos marcado han jugado un rol relevante en la explicación de los hechos estilizados asociados con el resurgimiento de los flujos de capital hacia los países menos desarrollados y en explicar porqué muchos de esos países percibieron que la regulación prudencial tenía un rol esencial que jugar para suavizar los efectos de la volatilidad de los flujos de fondos sobre la economía nacional.

El argumento anterior implica que las economías en desarrollo son más inestables no sólo porque son economías pequeñas expuestas a *shocks* externos sino también porque su estructura microeconómica de mercados es muy incompleta e imperfecta y ello determina que la capacidad para procesar *shocks* -sean éstos internos o externos- sea muy limitada.

Debido a la ausencia de mercados clave, el objetivo prioritario de la política de regulación en estos países debería ser no tanto perfeccionar el funcionamiento de los mercados (como podría ser el objetivo de la *Tobin tax*) sino más bien el de *crear* los mercados faltantes. El objetivo central debe ser generar un proceso de *financial deepening* que ayude a completar los mercados de capital para la intermediación del ahorro y la inversión y el manejo del riesgo. El beneficio esperado, obviamente, es que la economía pueda cumplir mejor con la función de generar liquidez, intermediar los fondos de ahorro e inversión y manejar los riesgos. Esto plantea complejos dilemas pues a veces ocurre que las regulaciones en un mercado coadyuvan al desarrollo de otros. Imponer de manera distorsiva ciertos tipos de flujos podría beneficiar la creación de los mercados de capital faltantes en el ámbito interno.

Asimismo, cuando existen problemas significativos para la asignación intertemporal de los recursos y los riesgos, las restricciones de liquidez pasan a tener alta relevancia. En tal contexto, es muy difícil para la economía mantener la absorción en un entorno del ingreso permanente porque ésta pasa a estar determinada por el ingreso corriente. En una situación como ésta, las regulaciones que afectan a los movimientos de capital son de alta relevancia. Para amortiguar los efectos de la fluctuación del ingreso corriente, un país podría suplir la falta de mercados internos de capital recurriendo a los internacionales. Un conjunto de regulaciones mal diseñado podría abortar esta posibilidad. Sea por exceso o defecto. Si existen

imperfecciones la ausencia de regulaciones prudenciales podría ser tan dañina como la existencia de controles excesivos.

III. REGULACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL Y RÉGIMEN CAMBIARIO

Un régimen cambiario es la definición de las reglas de funcionamiento del mercado de cambios. En principio tales reglas no tendrían por qué ser diferentes a las que rigen las transacciones en cualquier mercado. Sin embargo, hay un rasgo que diferencia al mercado de divisas: la existencia de una moneda nacional implica que el sector público es un agente con poder de mercado. No es un agente tomador de precios más para el cual el precio de la divisa es un parámetro. Esto genera un problema de *moral hazard* debido a dos razones: la primera es que el sector público fija las reglas que regirán las transacciones del mercado, la segunda es que es un agente con capacidad para influir sobre el precio de la divisa. En consecuencia, tanto las normas que rigen el mercado como la definición ex-ante de cómo se conducirá la autoridad monetaria al participar como comprador o vendedor de moneda extranjera son determinantes fundamentales de la credibilidad del sector privado. Desde esta perspectiva, las regulaciones de los flujos de capital son una parte constitutiva esencial del régimen cambiario y un cambio en ellas podría tener fuertes efectos sobre la credibilidad debido al problema de *moral hazard*.⁶

Las soluciones buscadas por cada país para dar credibilidad al régimen cambiario en el contexto de alta liquidez internacional de los noventa fueron diferentes y tuvieron implicancias también diferentes para las regulaciones de los movimientos de capital. Un caso extremo fue el de la Argentina. Con el objeto de acotar estrictamente las dos fuentes de *moral hazard* mencionadas implementó un régimen de convertibilidad que, tanto en lo que hace a las transacciones de capital como de bienes con el exterior, no pone prácticamente restricciones a las transacciones entre particulares y define claramente que el gobierno comprará y venderá todas las divisas que le ofrezcan a un precio fijo.

⁶ Sobre la base de estos argumentos, un cambio en el régimen cambiario es cualquier modificación significativa introducida en: (a) las reglas que seguirá la autoridad monetaria en la compra/venta de divisas (tipo fijo o flexible, flotación administrada, etc); (b) las normas que definen las condiciones de acceso al mercado de moneda extranjera para diferentes clases de agentes y/o de transacciones.

Para garantizar esto último el Banco Central se comprometió a mantener una relación uno a uno entre la base monetaria y las reservas de divisas. Otros países, como Chile y Colombia, por el contrario, optaron por una mayor flexibilidad y discrecionalidad en el manejo de las normas. No sólo cambiaron las reglas de intervención del gobierno en el mercado de cambios de acuerdo al ritmo de los movimientos de capital sino que también impusieron requerimientos de reservas no remuneradas como forma de controlar un exceso de entrada de fondos externos.

En un mundo sin imperfecciones, el tipo de cambio real de equilibrio y el valor real de las demás variables de la economía deberían ser independientes del régimen cambiario elegido. Cualquier régimen (de tipo de cambio fijo o flexible) sería funcional si no hubiera incertidumbre, la movilidad de factores fuera instantánea y la flexibilidad de precios plena, no existieran costos de transacción, los mercados de capital fueran completos y no hubiera impuestos ni subsidios. Como las economías reales se alejan mucho de este paradigma y muestran importantes factores “distorsivos”, es bastante razonable pensar que el régimen de cambios elegido resultará *no-neutral* en relación con el funcionamiento óptimo de la economía. Ante tales circunstancias, si como hemos argumentado, un cambio en las regulaciones de la cuenta capital representa un cambio en el régimen cambiario, de ello se sigue que tal cambio en las regulaciones tendrá efectos sobre la economía real.

Dos aspectos de la no neutralidad del régimen cambiario fueron importantes en relación con la regulación de los movimientos de capital en la década actual. El primero fueron los efectos sobre la duración y las características del proceso macroeconómico de ajuste ante un shock estructural o de política. El núcleo del problema es que cada régimen cambiario (tipo fijo, flexible, etc.) implica una dinámica de ajuste distinta para el tipo de cambio *nominal* y, en un contexto en que los valores absolutos de todos los precios no son idénticamente flexibles, diferentes regímenes cambiarios implicarán distintas velocidades y senderos de ajuste hacia el equilibrio de las variables *reales* de la economía.

En tales circunstancias, el sendero de ajuste correspondiente a cada régimen inducirá una duración y un grado de desequilibrio diferente en los mercados de factores. En particular, las presiones inflacionarias o deflacionarias, el desempleo y la ociosidad de factores productivos que se observarán luego de un shock no necesariamente serán similares bajo distintos regímenes. En suma, aún cuando el tipo de régimen cambiario elegido define sólo la forma

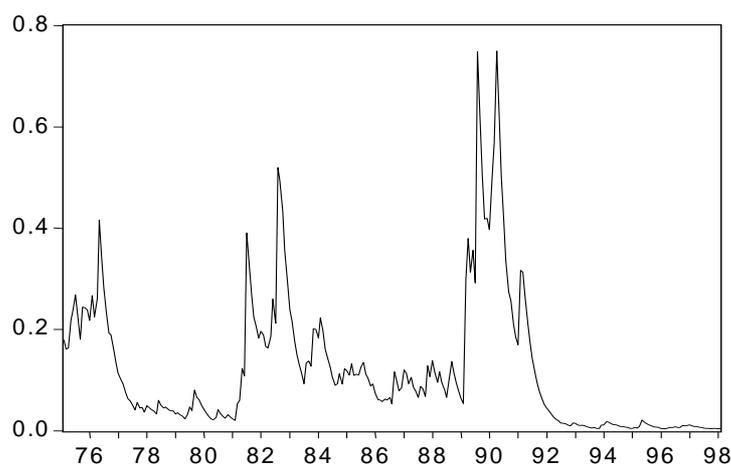
en que se determina el tipo de cambio *nominal*, el régimen cambiario no es neutral en relación a la evolución de las variables *reales*.

Las fuertes entradas de capital que se produjeron en los años noventa tendieron a generar una reducción en los tipos de cambio reales. En los países en que el fuerte aumento de la oferta de fondos del exterior coincidió con la implementación de planes de estabilización exitosos como en el caso de Argentina, Brasil, México y Perú este efecto se potenció por los efectos expansivos de la desinflación. Ante tal situación y dadas las dificultades antes apuntadas para esterilizar, el control de las entradas de capital de corto plazo aparecía como una forma viable de utilizar la no-neutralidad de los cambios en las regulaciones para combatir la apreciación cambiaria. Brasil es un ejemplo típico de esta opción.

El segundo aspecto de la no-neutralidad de las regulaciones a que hicimos referencia más arriba se refiere a los efectos sobre el tipo de cambio real de *equilibrio*. Diferentes regímenes cambiarios pueden implicar diferentes grados de volatilidad cambiaria y, por ende, distintos precios para el riesgo cambiario. Así, las variaciones del riesgo percibido cambian el tipo de cambio real porque el riesgo es una de las variables que determinan la posición de las curvas de oferta y demanda de divisas y de bienes transables y no transables.

Este es un aspecto que tendió a ser ignorado en la discusión sobre la *Tobin tax* que asume que el tipo de cambio de equilibrio es independiente de la volatilidad en la medida en que la Tobin tax afectaría el nivel de volatilidad pero no el tipo de cambio de equilibrio. Consideramos que este es un punto que necesita ser investigado en mayor profundidad. Hemos realizado algunas investigaciones en el caso argentino (Fanelli y Gonzalez Rozada, 1998) y encontramos elementos para sospechar que el tipo de cambio de equilibrio es, *ceteris paribus*, más reducido bajo la convertibilidad debido a la menor volatilidad del tipo de cambio real. Para dar una idea de la importancia de esta cuestión, el Gráfico 1 muestra los cambios en la volatilidad inducidos por los cambios de régimen cambiario utilizando un GARCH (1,1) para modelar esta última.

Gráfico 1
Desvío standard del error de predicción



Los tres picos de volatilidad corresponden a los grandes shocks que ocurrieron en los setenta, los ochenta y los noventa. La meseta está representada por el período del Austral y los valles coinciden con la “tablita” y la convertibilidad. Está claro, no obstante, que bajo convertibilidad la economía experimenta el período más largo de volatilidad acotada y que dicha volatilidad es bastante menor a la observada en cualquiera de los períodos que siguieron al Rodrigazo.

IV. CONCLUSIONES

¿Qué se le puede pedir a la regulación de los movimientos de capital y dónde habría que concentrar los esfuerzos? Para concluir, pasaremos revista de las lecciones más interesantes que pueden extraerse para la política económica. Lo haremos tomando en cuenta los tres ejes temáticos que hemos utilizado para organizar el trabajo: la estabilidad, el régimen cambiario y las fallas en el mercado de capitales..

En lo referido a la relación entre estabilidad macroeconómica y regulación de la cuenta de capitales, la causa principal de preocupación de los encargados de la política económica podría resumirse en lo siguiente: por un lado, los cambios en el escenario internacional y la magnitud de los desequilibrios externos de los noventa parecen haber eliminado la posibilidad de recurrir a los controles de capital para defender la economía interna de los *shocks* pero, por

otro, las economías desreguladas muestran no sólo una cierta vulnerabilidad a los shocks sino que también parecen haber desarrollado mecanismos de retroalimentación que tienden a amplificar los efectos de ellos bajo la forma de exacerbación de la fragilidad financiera⁷.

De nuestro análisis surge que no debería esperarse que las regulaciones y los controles vayan a hacer una contribución decisiva al logro de la estabilidad macroeconómica. Esto no significa, ni mucho menos, que su contribución potencial en este aspecto deba considerarse nula. Los requerimientos de encaje y los impuestos sobre los flujos pueden ser un arma subsidiaria bastante efectiva de otras políticas monetarias, cambiarias y fiscales anticíclicas. La política chilena de los noventa es el mejor ejemplo de esta hipótesis. La política de encajes fue una de las que le permitió a Chile combatir los efectos de los excesos de oferta de fondos. Sin embargo, en la actualidad ese país está pasando por un momento difícil signado por un fuerte incremento en la relación déficit de cuenta corriente/PBI en el contexto de la crisis asiática y de una caída muy sensible en los términos del intercambio. Nadie piensa que Chile podría combatir este shock externo negativo confiando para ello en cambios en la regulación de la cuenta de capitales. Esta conclusión, obviamente, es extensiva a otros países latinoamericanos y asiáticos con problemas similares.

Los cambios en la regulación y los controles no pueden reemplazar a las políticas de estabilización macroeconómica (sean éstas ortodoxas o heterodoxas) ni el papel del FMI como “prestamista de última instancia” de aquéllos países que ven súbitamente restringido su acceso a los mercados de capital internacionales cuando más lo necesitan.

Consideramos que el aporte de mayor rentabilidad de las regulaciones podría darse en los aspectos prudenciales. Una regulación cuidadosamente diseñada y administrada podría contribuir no solamente a la estabilidad financiera sino también al desarrollo de los mercados de capital nacionales a través del apuntalamiento del desarrollo institucional y la eliminación de algunas de las causas de las fallas de mercado tales como los problemas de información asimétrica o la falta de credibilidad jurídica de los contratos. En este sentido,

⁷ En los ochenta se llegó a la conclusión de que los controles a los movimientos de capital debían ser mantenidos hasta que se finalizara con la desregulación doméstica y se alcanzara la estabilidad macroeconómica. Esto no deja de ser paradójico pues, por esa época, los controles sobre la cuenta capital devenían más y más inefectivos y muchos países en desarrollo estaban pasando por su peor período de inestabilidad macroeconómica en la posguerra como consecuencia de la crisis de la deuda y la caída del sistema socialista.

es necesario pensar de manera conjunta las regulaciones prudenciales para el sistema financiero nacional y para los movimientos de capital.

Según Dewatripoint y Tirol (1996) las dos justificaciones fundamentales para la necesidad de la regulación prudencial son la protección del ahorrista por la existencia de información asimétrica y la protección del sistema de pagos, esto es, evitar el riesgo sistémico. En el caso de la cuenta capital, la primera justificación no es tan relevante y es el campo específico de las normas y la supervisión bancarias internas. Es en relación con el segundo motivo de control del riesgo sistémico donde la regulación prudencial de los movimientos de capital debería centrar sus esfuerzos.

Obviamente, para cumplir con este propósito, las normas deberían ser exitosas en desanimar los flujos de capital que no se guíen por expectativas basadas en el análisis fundamental sino por expectativas de tipo extrapolativo. En general, es muy difícil distinguir qué movimientos de capital son “especulativos” y cuáles no. Por ello, en vez de poner el acento en identificar y controlar los movimientos de corto plazo, la política de regulación prudencial debería dirigirse a actuar sobre los determinantes de la estructura de capital de los bancos, las corporaciones e, incluso, el gobierno. Las tareas más perentorias, en relación con esto parecen ser: desarrollar normas que establezcan incentivos que eviten el apalancamiento excesivo de las corporaciones con acceso directo a fondos del exterior; evitar subsidiar el precio del riesgo cambiario vía políticas defectuosas de seguro para los acreedores de los bancos y controlar el excesivo endeudamiento de corto plazo en moneda extranjera del gobierno. También deberían dejarse de lado los regímenes cambiarios que implican brindar un seguro de cambio gratuito al sector privado mediante la fijación de la paridad cambiaria. Para evitar esto último, no obstante, el instrumento más idóneo parece ser el de generar “ruido” dentro de una banda al estilo chileno más que confiar en las regulaciones de los movimientos de capital.

En lo relativo al régimen cambiario, hemos visto que las regulaciones pueden tener efectos no neutrales sobre el tipo de cambio real y sobre la volatilidad. En este ámbito, las regulaciones no deberían tener un rol independiente sino subsidiario de los objetivos generales buscados por el régimen cambiario que, obviamente, deberían ser preservar la competitividad y reducir la volatilidad del tipo de cambio a un mínimo. Es muy posible que ante ciertas circunstancias pueda resultar sensato introducir algún tipo de distorsión en los movimientos de capital a los efectos de defender un tipo de cambio competitivo o evitar fluctuaciones excesivas en el corto plazo. No obstante, aquí se aplica lo dicho anteriormente en relación a la estabilidad macroeconómica. Es muy difícil que

el tipo de cambio real pueda ser defendido mediante el expediente de los controles si existen fuerzas macroeconómicas importantes actuando en sentido contrario.

Una última pregunta y un deseo para concluir. La pregunta -que escapa claramente a los límites de este trabajo pero que podría ser objeto de un análisis interdisciplinario- es: ¿cuáles son los límites de la regulación cuando se plantea la necesidad de apertura de información, de responsabilidad y de gobernabilidad como formas de evitar las crisis? El caso de Indonesia ha puesto muy en claro que la transparencia de los mercados y la transparencia de la política son cuestiones muy interrelacionadas. Si bien el caso de Indonesia podría considerarse extremo, el patrón de asociación entre política y falta de transparencia en las relaciones de financiamiento entre los bancos, las corporaciones y el gobierno se repite en mayor o menor grado en muchos de los países que hoy muestran niveles exacerbados de fragilidad en su estructura financiera.

El deseo es que contáramos con una mayor cantidad de trabajos que investiguen la consistencia entre los diferentes argumentos que pueden encontrarse desperdigados en la literatura sobre regulaciones de los flujos de fondos externos. Específicamente, es posible encontrar argumentos analíticos de peso sobre regulación de los movimientos de capital en los países en desarrollo en trabajos sobre macroeconomía (elección del régimen cambiario óptimo, política de estabilización, política monetaria), finanzas (regulación prudencial de la banca, desarrollo de los mercados de capital) y crecimiento (inversión e incorporación de tecnología vía IED y ahorro externo). Contar con una visión articulada analíticamente sería valioso *per se* porque no es claro cómo las diferentes conclusiones analíticas y recomendaciones de política que surgen de esos artículos se relacionan unas con otras ni cuál es el grado de coherencia entre ellas.

Referencias

- Bernanke, Ben y Mark Gertler (1990), "Financial Fragility and Economic Performance", The Quarterly Journal of Economics, Febrero.
- _____ (1995), "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", The Journal of Economic Perspectives, Vol. 9, Nro. 4, Fall.
- Cho, Joon Je (1985), "Inefficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well Functioning Equities Markets", Journal of Money, Credit and Banking, 18, Mayo.
- Dooley, M. P. (1996), "The Tobin Tax: Good Theory, Weak Evidence, Questionable Policy", en Ul Haq, M., I., Kaul and I. Grunberg (1996), The Tobin Tax, Coping with Financial Volatility, Oxford University Press, Oxford.
- Eichengreen, B. Y C. Wyplosz, (1996), "Taxing International Financial Transactions to Enhance the Operation of the International Monetary System" en Ul Haq, M., I., Kaul and I. Grunberg (1996), The Tobin Tax, Coping with Financial Volatility, Oxford University Press, Oxford.
- Dewatripoint, M. y J. Tirol, (1994), The Prudential Regulation of Banks, MIT Press, Cambridge, Mass.
- Fanelli, J.M. y Frenkel, R. (1993), "On Gradualism, Shock Treatment and Sequencing", en International Monetary and Financial Issues for the 1990's. Vol. II (New York: The United Nations).
- _____; y M. Gonzalez Rozada (1998), "Convertibilidad, volatilidad y estabilidad macroeconómica en la Argentina", Mimeo, CEDES.
- Frankel, Jeffrey (1996), "How Well Do Markets Work: Might a Tobin Tax Help?" en Ul Haq, M., I., Kaul and I. Grunberg (1996), The Tobin Tax, Coping with Financial Volatility, Oxford University Press, Oxford.

- Fry, Maxwell (1995), Money, Interest and Banking in Economic Development (Baltimore: John Hopkins University Press).
- Glen, John D. (1993), "How Firms in Developing Countries Manage Risk", International Finance Corporation Discussion Paper, Nro. 17 (Washington D.C.: International Finance Corporation)
- Hubbard, R. Glenn (1998), "Capital Market Imperfections and Investment", Journal of Economic Literature, Vol. XXXVI, March.
- Inter-American Development Bank (1995), Economic and Social Progress in Latin America, 1995 (Washington D.C.: Inter-American Development Bank).
- International Monetary Fund (1995), Private Market Financing for Development Countries, World Economic and Financial Surveys, (Washington D.C.: International Monetary Fund).
- Reinhardt, C. y V. R. Reinhardt (1997), "Some lessons for Policy Makers Dealing with the Mixed Blessing of Capital Inflows", Mimeo, University of Mariland.
- Rodrik, Dani (1997), Has Globalization Gone Too Far? , Institute for International Economics..
- Rojas-Suarez, Liliana y Weisbrod, Steven R. (1995), "Financial Fragilities in Latin America. The 1980s and 1990s", Occasional Papers, Nro. 132 (Washington D.C.: International Monetary Fund).
- _____. (1996), "Central Bank Provision of Liquidity: Its Impact on Bank Asset Quality", paper preparado para la Conference sobre "Strengthening Latin American Banking in a Global Environment", Inter-American Development Bank, Marzo 23, Buenos Aires.
- Thomas, Vinod (1998), "Crises: Opportunities for Learning", Mimeo, Washington.

Ul Haq, M., I., Kaul and I. Grunberg (1996), The Tobin Tax, Coping with Financial Volatility, Oxford University Press, Oxford.

UNCTAD (1996), Trade and Development Report, 1996 (New York and Geneva: United Nations).

COMENTARIOS

Pablo Gottret. Superintendente de Valores, Pensiones y Seguros.

Una de las importantes preguntas efectuadas por el Dr. Fanelli fue la siguiente: ¿La integración de los países en desarrollo a los mercados internacionales se ha traducido en una menor inestabilidad macroeconómica?. La respuesta es obvia y fue proporcionada por el propio expositor. Es evidente que una simple apertura de los mercados de capitales no puede reducir la inestabilidad macroeconómica y menos reemplazar la piedra fundamental de la macroeconomía que son políticas fiscales, monetarias y cambiarias adecuadas y prudentes junto con una regulación financiera también prudente, además de información transparente y adecuada fiscalización.

Por eso, la pregunta relevante quizás sea al revés. ¿Qué debemos hacer los países en desarrollo para que el mercado de capitales y la apertura hacia los mercados de capitales nos ayuden en nuestro desarrollo?. La respuesta está relacionada con la piedra fundamental antes mencionada.

Los expertos se preguntan si en el caso del Asia, el éxodo del capital se debió principalmente a problemas macroeconómicos fundamentales o simplemente, como algunos expertos han mencionado, a pánico o expectativas negativas de los agentes económicos. En otras palabras, ¿se trató de problemas de solvencia o de liquidez?. Mi respuesta es que probablemente en algunos países se debió a problemas de solvencia, en otros probablemente a problemas de liquidez y en la mayoría a ambos.

Lo importante es que en crisis bancarias, no debemos utilizar instrumentos que sirven para resolver problemas temporales de liquidez en la resolución de problemas de solvencia.

El Presidente del Banco Central de Bolivia nos dice repetidas veces que no debemos ocultar problemas de solvencia con créditos de liquidez. Un instrumento de última instancia debe ser de última instancia; de lo contrario genera un riesgo moral que evita resolver precisamente problemas de solvencia.

Los instrumentos de solvencia que tienen los países, tal como mencionó el expositor, son regulación prudencial adecuada y transparente, instituciones

fuertes, cumplimiento de contratos y profundización de los mercados de capitales, Bolivia ha avanzado mucho en su normativa prudencial.

La nueva ley de valores, la nueva ley de pensiones, la ley de propiedad y crédito popular y la ley de seguros son ejemplos de ello. Pero todavía se requiere reglamentar las leyes promulgadas y mejorar notablemente en el aspecto de la transparencia.

Se requiere mayor, mejor y más oportuna información no sólo de las instituciones supervisadas sino de los propios prestatarios. La profundización de los mercados de capitales es fundamental para el desarrollo del país; así como aumentar el tipo de instrumentos que se transan en el mercado y avanzar en el tema de titularización que puede constituirse en un elemento fundamental para permitir el calce del sistema financiero.

Ahora quiero efectuar algunas conclusiones. Creo que es importante distinguir entre aspectos de liquidez y de solvencia. En ningún caso, instrumentos para resolver problemas de liquidez permitirán resolver problemas de solvencia. En este sentido, la apertura de la cuenta capital por sí misma nunca va a reducir la inestabilidad macroeconómica de países en desarrollo.

Es fundamental que los países en desarrollo mantengan adecuadas políticas fiscales, monetarias y cambiarias, regulación financiera, transparencia en la información y fiscalización eficiente. Con estos pre-requisitos, los recursos externos pueden venir a financiar en mejores condiciones los requerimientos del sector productivo y de servicios de los países en desarrollo.

Los prestamistas de última instancia deben ser utilizados de manera adecuada para evitar un riesgo moral de los países y también de los inversionistas. Creo que aquí es importante resaltar algo que no mencionó el Dr. Fanelli: el aspecto institucional y legal. Mientras no exista respeto a los contratos, mientras no existan instituciones fuertes, tanto fiscalizadoras como de arbitraje, será difícil defender los derechos propietarios y bajo esas condiciones, un país es visto como insolvente. No vendrán los suficientes recursos del exterior mientras no haya una manera adecuada y transparente de defender los derechos propietarios.

En resumen, Bolivia ha mejorado en aspectos de solvencia, sobre todo en lo que respecta a política fiscal, monetaria, cambiaria y de regulación; pero

aún nos queda mucho por hacer en temas de transparencia, regulación de las nuevas leyes, fortalecimiento institucional y protección del derecho propietario. Hemos avanzado mucho pero debemos seguir trabajando con ahínco.

Samuel Doria Medina. Ex Ministro de Planeamiento y Coordinación.

Voy a hacer tres comentarios muy concretos sobre la temática que estamos tratando. Mi primer comentario es respecto al tema de la regulación de los movimientos de capital en los países en desarrollo. Utilizando terminología médica, creo que uno de los principales problemas que tenemos, es que tendemos a hacer un tratamiento sintomático del tema.

Cuando alguien tiene un tumor en el estómago, en vez de extirpar el tumor, a veces los médicos se dedican a atacar los síntomas. Esa persona seguramente tendrá acidez y le recetarán antiácidos, tendrá dolores de cabeza y le darán aspirina, para los vómitos le darán antiespasmódicos, etc. Pero en realidad no le están tratando el verdadero problema.

Yo creo que el problema asociado a flujos de capitales o capitales golondrinas es digno de analizar. Cuando hay debilidad institucional, problemas en la estabilidad macroeconómica o falta de prudencia en el sector financiero, no debe pensarse que se tiene que controlar los flujos externos de capital. Lo que se necesita es lo que los médicos llaman un tratamiento etiológico; es decir, atacar las causas, extirpar el tumor. Se trata de tener instituciones fuertes; por ejemplo que algún día las instituciones de recaudación sean respetadas como ahora es el Banco Central. Creo que esos son los problemas que hay que atacar y no siempre considerar que la regulación prudencial sea lo adecuado para tratar este tema.

El segundo comentario es relativo al caso boliviano. Es bueno que analicemos este tipo de medidas, pero es peligroso pensar que necesitamos las mismas. Nuevamente utilizando términos médicos, si en Bolivia pensáramos poner regulaciones y medidas para controlar los flujos externos de recursos, sería como imponerle una dieta a alguien que está desnutrido: recetarle productos sin calorías a alguien que necesita desesperadamente de más recursos o de más calorías. Además de la disminución de peso por efecto de la dieta que pueda tener ese paciente desnutrido, el obligarle a seguir un tratamiento en base a productos dietéticos, puede resultarle más

caro a ese paciente que justamente puede estar desnutrido por sus bajos ingresos.

En Bolivia es estratégico que tengamos más recursos, más flujos externos de capitales, más inversión externa, etc., porque el ahorro externo es la única posibilidad para crecer y reducir nuestra pobreza por lo menos en los próximos diez años. Bolivia no debe enviar señales que preocupen a los inversionistas. Tiene que preocuparse por fortalecer sus instituciones, mejorar su estabilidad macroeconómica e introducir prudencia en el sector financiero.

Para terminar, el caso de Indonesia nos ha demostrado que es importante que haya transparencia en los mercados y transparencia en la política. Recuerdo una frase de Milton Friedman en Chile, en la que afirmaba que no podía haber democracia sin economía de mercado, pero que sí podía haber economía de mercado sin democracia.

El tiempo está demostrando que esa afirmación ya no es válida. En Indonesia, la falta de transparencia política de su gobierno afectó su economía.

Considero que todos estos problemas de reciente inestabilidad y de fuga de capitales que le sucedió al Asia y a Latinoamérica en los años 90, nos están demostrando que cada vez hay mayor relación entre la transparencia en los mercados y la transparencia de la política.

Luis Carlos Jemio, Consultor

Quiero basar mis comentarios en los aspectos institucionales que limitan o condicionan el acceso de los distintos países a los mercados financieros internacionales. Las crisis financieras internacionales tienen efectos dispares en los países en desarrollo. Por ello, es importante identificar los factores que, por un lado, limitan a un país para que esté más o menos integrado a los mercados financieros internacionales y, por otro, que hacen que los efectos de estas crisis se transmitan con mayor o menor vigor al interior de las economías.

Uno de esos aspectos es justamente el mencionado por el Dr. Fanelli, con el que concuerdo plenamente: no todos los países tienen acceso a los mercados financieros internacionales. Hay muchos estudios en los que se clasifican los países con base en el grado de acceso que tienen a los mercados financieros.

Ese hecho marca una diferencia substancial en la forma en que los mercados financieros privados de estos países son afectados por las crisis; obviamente los países que están más expuestos son aquellos que tienen acceso justamente a estas fuentes de financiamiento.

Es también importante distinguir los mecanismos a través de los cuales la volatilidad de los flujos externos se transmiten al interior de la economía. Y éstos tampoco son homogéneos. Por ejemplo, ahora estamos hablando de crisis internacionales y del grado de inserción de la economía boliviana a los mercados internacionales, pero sin embargo, en Bolivia no hemos resuelto todavía serios problemas estructurales como nuestra alta dependencia de las donaciones externas. Una caída substancial en estas donaciones, que representan alrededor del 2% o 3% del PIB, tendría un serio impacto en los equilibrios macroeconómicos.

También en muchos países es importante considerar las remesas de los residentes nacionales en el exterior. En el caso de Bolivia, hay un estudio de Jeffrey Sachs que califica a Bolivia como un país dependiente de este tipo de remesas. En países como Tanzania o Sudán, estas remesas son las principales fuentes de financiamiento, especialmente de gastos de consumo, al interior de esas economías.

En ese sentido, me parece importante enfatizar en los aspectos señalados que condicionan o diferencian el grado en que los países son afectados por los shocks externos, así como también las distintas formas de transmisión al interior de la economía. Identificar estos mecanismos y reconocer la importancia de esos aspectos nos podría llevar a diseñar políticas más sutiles para proteger nuestra economía de las fluctuaciones en los mercados financieros externos.