Los capitales extranjeros en tres economías latinoamericanas[1]

Roberto Steiner

I. INTRODUCCION

Recientemente los países de la región han recibido ingresos de capital en montos desconocidos desde hace una década (Cuadro 1). Este documento presenta un análisis comparativo de las experiencias argentina, chilena y colombiana, basándose, entre otros, en los estudios de Fanelli y Damill (1993), Agosin, et.al. (1993) y Cárdenas y Barrera (1993)[2]. En esta introducción se esbozan algunas consideraciones analíticas pertinentes para el estudio.

El reciente influjo de capitales ha tenido que ver tanto con factores de "atracción" como de "expulsión." Dentro de los primeros se destacan la puesta en práctica de reformas estructurales y un ambiente de relativa estabilidad macroeconómica; dentro de los segundos, la recesión y las bajas tasas de interés en varios países desarrollados. Esta reversión de la

Cuadro 1. BALANZA DE PAGOS DEL HEMISFERIO OCCIDENTAL 1980-1991[a] (miles de millones de dólares)

	Cuenta Corriente	Cuenta Capital[a]	Balance Global
1980	-30.3	34.0	3.7
1981	-43.5	41.9	-1.6
1982	-42.2	23.0	-19.2
1983	-11.6	13.6	2.0
1984	-2.0	11.7	9.7
1985	-3.2	4.8	1.6
1986	-17.7	10.7	-7.0
1987	-10.8	14.1	3.3
1988	-11.1	3.7	-7.4
1989	-7.7	9.6	1.9
1990	-5.9	20.5	14.6
1991	-21.6	39.8	18.2
1992	-27.8	42.8	15.0

[a] Incluye errores y omisiones.

Fuente: CALVO et.al. (1992); para 1992 FMI, Perspectivas de la Economía Mundial.

[1] El presente documento es una versión resumida y actualizada de un trabajo elaborado conjuntamente con José Antonio Ocampo para el BID (Ocampo y Steiner, 1993), dentro del Proyecto de la Red de Centros de Investigación Económica Aplicada.

[2] FD, AEA y CB en adelante.

tendencia de los flujos ha incluido una importante repatriación de recursos y novedosas formas de acceso al mercado internacional de capitales.

El relajamiento de la restricción externa que se produce con la entrada de capitales permite la financiación de niveles de inversión en exceso de los determinados por el ahorro doméstico. Dicho exceso puede estar mostrando un aumento en la inversión, lo cual es positivo desde el punto de vista del crecimiento económico, o puede obedecer a una caída en el ahorro, en tanto las entradas de capital financian primordialmente mayores niveles de consumo.

En los distintos países se generaron interesantes controversias sobre cuáles deben ser los objetivos de las políticas monetaria y cambiaria en economías más abiertas y en qué medida existen instrumentos para controlar la entrada de capitales diferentes al control de cambios tradicional. La presunción en contra de la entrada de capitales es que la revaluación real que éstos inducen impacta desfavorablemente las exportaciones y puede afectar negativamente a los sectores sustitutivos de importaciones. Sin embargo, el que este proceso sea adverso sobre el crecimiento sólo es necesariamente cierto si el deterioro comercial no es en parte resultado de aumentos en las importaciones de bienes de capital. Por tanto, la relación apertura comercial– flujos de capital se caracteriza por un dilema entre los efectos adversos sobre las exportaciones y los favorables sobre la inversión.

La incapacidad de los flujos de capital de inducir mayores niveles de inversión coincide con la experiencia del Cono Sur a fines de los setenta y comienzos de los ochenta[3]. Existen, sin embargo, algunos ejemplos en el sentido de que, no obstante el deterioro en el balance comercial, la apertura ha sido "jalonada" por la inversión[4]. De cualquier forma, el vínculo entre el financiamiento externo y la inversión depende del tipo de recursos obtenidos. La volatilidad de los mismos se vuelve elemento crucial, no sólo porque afecta las expectativas de los diferentes agentes económicos, sino también el manejo macroeconómico que se adopte.

En resumen, el análisis del impacto de los flujos involucra tres aspectos, los cuales determinan el ordenamiento del presente documento. De una parte, se requiere aproximar el monto de los mismos y determinar su naturaleza. En segunda instancia, interesa entender el manejo macroeconómico efectivamente llevado a cabo. Finalmente, se deben analizar los efectos sobre la inversión.

II. EL TAMAÑO Y LAS MODALIDADES DE LOS FLUJOS

A. El monto de los flujos

Como primera aproximación al problema, se ha construido el Cuadro 2, en el cual el balance global es la suma de la cuenta corriente y la de capital. En presencia de control a la movilidad de éstos, la primera suele ocultar transacciones de capital. Este problema es particularmente importante en el caso de Colombia. Para el caso de Argentina y Chile, las cifras no suponen atrasos en el servicio de la deuda; por lo tanto, reflejan el resultado que se hubiese dado si todas los obligaciones se hubiesen atendido puntualmente[5].

[3] Existen aproximaciones teóricas a este resultado. Es factible que los flujos de capital generen mayor erraticidad en las tasas de interés, lo cual afecta las decisiones de inversión. En este contexto, se justifican impuestos o mayores encajes a las transacciones de capital (Tornell, 1990) o la adopción de controles de capital o un régimen de cambio dual, que parcialmente aisle a la economía de presiones especulativas (Guidotti, 1988).

[4] Como sucedió en España (Banco de España, 1992).

[5] La diferencia entre las obligaciones que se causaron y las que se pagaron aparece en el rubro de financiamiento excepcional. La suma de éste y el balance global no coincide con la acumulación de reservas, debido a que parte del financiamiento excepcional consiste en la adquisición de pasivos de corto plazo, que no hacen parte de las reservas internacionales.

Cuadro 2. BALANZA DE PAGOS 1980-1992 (miles de millones de dólares)

	Cuenta corriente			Cuenta capital[a]			Balance global			Financ. excep.			Cambio reservas		
	Argen.	Chile	Col.	Argen.	Chile	Col.	Argen.	Chile	Col.	Argen.	Chile	Col.	Argen.	Chile	Col.
1980	-4.8	-2.0	-0.2	1.9	3.2	1.1	-2.9	1.2	0.9	0.2	0.0	0.0	-2.7	1.3	1.2
1981	-4.7	-4.7	-2.0	1.1	4.8	1.9	-3.6	0.1	-0.1	0.4	0.0	0.0	-3.4	0.0	0.2
1982	-2.4	-2.3	-3.1	-2.3	0.9	2.2	-4.7	-1.4	-0.9	4.1	0.2	0.0	-0.8	-1.4	-0.7
1983	-2.4	-1.1	-3.0	-2.7	-3.2	1.2	-5.1	-4.3	-1.8	2.8	3.7	0.0	-1.3	0.1	-1.8
1984	-2.5	-2.1	-1.4	0.0	0.0	1.0	-2.5	-2.1	-0.4	2.5	2.1	0.0	-0.1	0.4	-1.2
1985	-1.0	-1.4	-1.8	0.4	-1.2	2.0	-0.6	-2.6	0.2	1.9	2.5	0.0	2.0	0.1	0.3
1986	-2.9	-1.2	0.4	0.8	-1.6	0.9	-2.1	-2.8	1.3	1.3	2.6	0.0	-0.6	0.0	1.4
1987	-4.2	-0.8	0.3	-0.2	-1.1	0.1	-4.4	-1.9	0.4	2.3	2.0	0.0	-1.1	0.2	-0.1
1988	-1.6	-0.2	-0.2	0.3	1.0	0.0	-1.3	0.8	0.2	3.2	-0.1	0.0	1.7	0.7	0.3
1989	-1.3	-0.8	-0.2	-8.3	1.2	0.6	-9.6	0.4	0.4	8.3	0.0	0.0	-1.9	0.5	0.2
1990	1.9	-0.6	0.5	-1.7	2.9	0.1	0.2	2.3	0.6	3.2	0.0	0.0	3.1	2.2	0.7
1991	-2.8	0.1	2.3	-2.5	1.1	-0.5	-5.3	1.2	1.8	8.0	0.0	0.0	2.0	1.1	1.9
1992 [b]	-3.3	-0.6	0.9	4.8	3.1	0.3	1.5	2.5	1.2	1.0	0.0	0.0	2.2	2.5	1.2

[a] Incluye errores y omisiones.

[b] Para Argentina, datos a junio.

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales. Para 1992, las cifras de Colombia provienen del Banco de la República y las de Chile de Agosin, et.al (1993).

Respecto a la cuenta de capitales, las cifras sugieren que la mejora ha sido dramática para el caso de la Argentina, que durante el primer semestre de 1992 recibió recursos netos de capital por cerca de US$5 mil millones. Dicha entrada de recursos permitió financiar un importante desbalance en cuenta corriente así como un aumento significativo en las reservas internacionales. Es importante aclarar que si bien las entradas de capital observadas durante el primer semestre de 1992 se comparan favorablemente incluso con las observadas con anterioridad a la crisis de la deuda externa, su utilización ha sido diferente; en esta ocasión han financiado menores desbalances en cuenta corriente.

En el caso de Chile los recursos obtenidos a través de la cuenta de capitales se han traducido en gran parte en acumulación de reservas en el Banco Central. Los desbalances en cuenta corriente observados durante los últimos años son relativamente reducidos si se comparan con los desequilibrios que se presentaron con anterioridad a la crisis de la deuda[6].

Debido a notorias distorsiones en la medición de la cuenta corriente, el caso de Colombia es el más difícil de analizar a partir de las cifras del Cuadro 2. No obstante, se destaca el hecho de que, por la vía de la cuenta de capitales, Colombia no ha recibido niveles significativos de financiamiento durante los últimos años; transacciones de capital ocultas en operaciones corrientes han proveído los recursos para financiar la acumulación de reservas de los últimos años.

Por lo tanto se deduce que la abundancia reciente de capitales ha tenido contrapartidas algo diferentes: en Argentina el influjo ha financiado desbalances relativamente significativos en la cuenta corriente, y algo de acumulación de reservas. Por su parte, en Chile y Colombia los capitales recibidos se han traducido básicamente en acumulación de reservas. Como veremos más adelante, ello es consecuencia de diferencias en el manejo cambiario.

B. Las modalidades y los determinantes de los flujos

La insuficiencia de ahorro para financiar adecuados niveles de inversión ha sido ampliamente documentada. Entender por qué en algunos casos el mercado internacional ha financiado dichos desbalances y en otros no, resulta complejo. Requiere analizar por lo menos tres posibilidades en lo que al origen de la entrada de los capitales se refiere. De una parte, puede haber un "shock externo común", que estimula a los capitales a abandonar los países desarrollados. Adicionalmente, puede resultar importante el manejo macroeconómico nacional, que determina combinaciones de tasa de interés y tasa de cambio que hacen rentable que los capitales se inviertan domésticamente. Finalmente, puede jugar un papel primordial la puesta en práctica de reformas estructurales que creen un ambiente más propicio para la inversión extranjera.

No parece importante ahondar en la referencia al "shock externo común", tema tratado en Calvo, et.al. (1992). Tampoco profundizaremos en los diferentes instrumentos financieros que se han desarrollado recientemente, los cuales con seguridad han facilitado una mayor movilidad de capitales[7]. Concentraremos esfuerzos en dilucidar la influencia que sobre los flujos de capital han tenido tanto las reformas estructurales como la política macroeconómica. Ello se facilita si se analizan por separado los ingresos que han tomado la forma de inversión extranjera y aquellos que han sido cata-

[6] De acuerdo a AEA, los ingresos de capital representaron entre el 11 y el 14% del PIB en 1987-81; en la coyuntura reciente han representado entre el 2 y el 8%.

[7] En FMI (1992) se encuentra una excelente síntesis de la utilización que los diferentes países de América Latina han dado a los nuevos productos existentes en los mercados financieros internacionales. El papel dominante lo ha jugado México. En menor medida, también han participado Argentina y Chile. Por lo menos hasta 1992, la publicación en referencia no menciona a Colombia.

logados como especulativos, presentación que tiene la ventaja de arrojar luces sobre la eventual perdurabilidad de los influjos recibidos.

1. Inversión extranjera

Con base en información secundaria se ha construido el Cuadro 3 que aparece a continuación, el cual no necesariamente es comparable con el Cuadro 2. Relativo al tamaño de las respectivas economías, la mayor inversión extranjera neta consistentemente la ha recibido Chile y la menor, por mucho, Colombia.

Para el caso argentino, resulta interesante destacar el hecho de que desde 1990 se nota un repunte interesante en el flujo de inversión extranjera, el cual aumentó cerca de 100% en dicho año. Ello sugiere que este tipo de recursos se recuperó más rápidamente que otros componentes de la cuenta de capitales. Es razonable pensar que estos desarrollos son la respuesta a diversas reformas estructurales realizadas a partir de 1989[8]. Entre 1990 y el tercer trimestre de 1992 ingresaron a la Argentina recursos de capital (incluida la financiación excepcional) por cerca de US$12.8 miles de millones (Cuadro 2); de los mismos, más del 50% corresponde a inversión extranjera. Del total de inversión extranjera recibida entre 1990 y 1992 (tercer trimestre), el 28% corresponde a privatizaciones, es decir, a la compra de activos existentes. Dicho porcentaje, que era cero con anterioridad a 1990, se eleva a 90% si solamente se consideran los tres trimestres de 1992. Dicha evolución es reflejo de lo planteado por FD, en el sentido de que con anterioridad a las reformas del Gobierno Menem, la inversión extranjera era concebida como un mecanismo de apoyo al proceso de inversión social, en tanto ahora se entiende como un mecanismo idóneo para aumentar la disponibilidad de ahorro externo.

Cuadro 3. INVERSION EXTRANJERA NETA (Millones de dólares)

	Argentina [a]	Chile [b]	Colombia
1980	739	331	48
1981	927	533	228
1982	257	646	330
1983	183	258	512
1984	269	127	558
1985	919	185	1015
1986	574	437	592
1987	-19	1177	335
1988	1147	1576	186
1989	1028	2252	547
1990	2036	2297	471
1991	2439	1122	419
1992 [c]	2446	1036	610

[a] Incluye privatizaciones.

[b] Incluye inversiones de cartera.

[c] Para Argentina, cifras a septiembre.

Fuente: Argentina, Fanelli y Damill (1993); Chile, Agosin (1993); Colombia, Cárdenas y Barrera (1993).

De los tres países considerados, Chile ha sido el mayor receptor de inversión extranjera. Entre 1988 y 1992 la cuenta de capitales chilena fue superavitaria en cerca de US$9.3 miles de millones. Las cifras del Cuadro 3 sugieren que cerca del 90% de dicho monto se puede explicar por el comportamiento de la inversión extranjera neta. Es importante anotar que aunque el grueso de la misma se refiere a inversión directa, en los últimos años ha adquirido alguna importancia la inversión de cartera. Dichos mecanismos alcanzaron su nivel máximo en 1990, cuando combinados representaron el 19% del total de inversión extranjera.

Algunas de las reformas estructurales llevadas a cabo en Chile se remontan a 1974, cuando me-

[8] En particular, la Ley de Reforma del Estado, mediante la cual se promovió la privatización con capitalización de deuda externa y la Ley de Emergencia Económica, que estableció igualdad de tratamiento para el capital extranjero.

diante el Decreto Ley 600 se estableció el tratamiento de nacionales a los inversionistas extranjeros. Posteriormente, en 1985, se autorizó la inversión directa a través de la conversión de deuda en capital. Hasta 1989, la mayor parte de la IED se hizo mediante conversión de deuda; es difícil saber si la inversión que llegó por dicho canal estaba sustituyendo inversión que anteriormente estaba entrando por los canales tradicionales, o si se trataba de recursos adicionales[9].

En Colombia la inversión extranjera ha sido poco dinámica, no sólo históricamente, sino incluso recientemente. La gran mayoría de los recursos han estado asociados a proyectos en el sector de la minería y los hidrocarburos. Este lánguido desempeño se podría explicar porque, contrario al caso argentino, en Colombia ha sido insignificante el avance en los procesos de privatización. También se podría argumentar que, contrario al caso chileno, Colombia no ha tenido mayores problemas de endeudamiento externo, lo cual ha hecho que no resulte viable adelantar procesos de conversión de deuda. Si bien los anteriores argumentos pueden ser válidos, probablemente más importante resulta el hecho de que sólo en 1991 se adoptaron importantes medidas de carácter tributario, cambiario y crediticio que buscaban cerrar la brecha en el trato que se le otorgaba al capital extranjero vis-á-vis el nacional.

A manera de síntesis, se puede afirmar que en los tres casos la evolución de la inversión extranjera ha estado vinculada a las reformas económicas. En Chile éstas se dieron hace tiempo y, por lo mismo, la inversión extranjera ha sido una importante fuente de financiación de tiempo atrás. En Argentina las reformas han sido recientes y bastante radicales. La entrada de capitales se ha dado más tarde, pero en forma más significativa. En Colombia las reformas no sólo han sido tardías, sino más limitadas. Como reflejo de ello, la inversión extranjera no ha sido importante.

2. Flujos especulativos de capital

Existe la percepción generalizada de que parte importante de los recientes flujos de capital ha tenido motivaciones especulativas; se explican parcialmente en la posibilidad de arbitrar diferencias entre las tasas de interés internas y las externas. En general, se sabe poco respecto al monto de dichos flujos no sólo en razón a que en muchos casos se procura no registrarlos, sino debido a que incluso conceptualmente es difícil definirlos. Al fin y al cabo, no es claro qué se debe entender por especulación. Una IED también arbitra diferenciales de rentabilidades; lo mismo sucede con ingresos de narcotráfico, importantes para el caso colombiano.

En correspondencia con los elementos que hemos resumido, y que sugieren que la IED ha sido importante tanto para Argentina como para Chile pero poco significativa para Colombia, el tema de los flujos especulativos ha llamado más la atención en el último caso. El extenso resumen que sobre el particular se presenta en CB corrobora esta percepción.

En la medida en que los flujos especulativos no son directamente observables, no tiene objeto hacer comparaciones precisas sobre el tamaño de los mismos. Más interesante resulta tratar de constatar en qué casos se cumple la hipótesis de que estos se pueden explicar satisfactoriamente por diferenciales de rentabilidades. Para el caso argentino, FD han aproximado estos flujos con el endeudamiento externo de las empresas que cotizan en bolsa, grupo representativo de las firmas con acceso al mercado internacional de capitales. Plantean la hipótesis de que los mismos deben guardar una relación positiva con las importaciones de bienes de capital y negativa con la prima de riesgo país. Esta última se calcula como la diferencia entre la

[9] AEA citan estimativos de French-Davis según los cuales entre el 25 y el 56% de los recursos involucrados en las conversiones de deuda entre 1985 y 1989 se destinaron a la adquisición de firmas ya existentes.

tasa de interés de los bonos públicos denominados en dólares (BONEX) y la tasa externa (LIBOR). Al estimar el modelo para el período 1982-1992 encuentran que el endeudamiento externo se correlaciona positivamente con las importaciones de bienes de capital y negativamente con la prima de riesgo. Concluyen que con el Plan de Convertibilidad ambos factores han operado en el sentido de estimular la entrada de capitales.

Para el caso de Chile, AEA han identificado los flujos especulativos con los capitales privados de corto plazo. Dicha definición tiene un comportamiento razonable en el tiempo, en el sentido de que son fuertemente positivos tanto en 1980-81 como en 1988-90. El modelo que se estima postula que éstos dependen positivamente del diferencial de tasas de interés (corregido por expectativas de devaluación)[10] y negativamente tanto del riesgo país (aproximado por una variable "dummy") como de disposiciones cambiarias adoptadas para desincentivar su entrada. Los resultados obtenidos indican que los flujos especulativos responden positivamente al diferencial de rentabilidades y negativamente al riesgo país. Adicionalmente, hay evidencia de que las disposiciones cambiarias adoptadas para disminuirlos han sido efectivas. Más interesante aún, el coeficiente de la variable interactiva compuesta por el riesgo país y el diferencial de intereses sugiere que cuando el primero es importante, se desincentiva la entrada de capitales, independientemente del tamaño del diferencial de rentabilidades.

Para el caso de Colombia, CB presentan un resumen de los distintos estudios que han pretendido explicar la dinámica de los flujos especulativos y aportan nueva evidencia. Existe controversia en torno a cómo aproximar el monto de los mismos; a estas alturas, quizás ya se ha cubierto toda la gama de posibilidades, a la vez que también se han explorado diversas especificaciones en torno a sus determinantes.[11] En CB se sugiere que la capacidad explicativa del diferencial de intereses y de la prima cambiaria no es alta[12], para una definición de flujos que no contempla la posibilidad de que éstos se presenten mediante la sobrefacturación de exportaciones o la subfacturación de importaciones. Este resultado es sorprendente, a la luz de los reportados en estudios anteriores.

En resumen, se puede afirmar que para los tres países materia de esta reseña existe evidencia de que definiciones alternativas de lo que constituye flujos especulativos responden a diversos factores, siendo alguna medida del diferencial de rentabilidades un factor común a todos. En el caso argentino también parecen haber jugado algún papel las importaciones de bienes de capital. El caso chileno sugiere algún grado de efectividad para las medidas conducentes a controlar las entradas de capital. En todos los casos el monto de flujos especulativos ha sido importante. Ello sugiere que, independientemente de sus determinantes, a una parte de las entradas de capital conviene considerarla de carácter transitorio.

III. EL MANEJO MACROECONOMICO EN PRESENCIA DE ENTRADAS DE CAPITAL

El dilema a que se enfrentan las economías que recientemente han recibido flujos de capital trata sobre cómo absorberlos, procurando minimizar el grado de apreciación de la tasa de cambio real, la cual se puede dar o bien porque se decide no sostener la tasa de cambio nominal o porque, sosteniéndola, se presenta una elevación en la tasa de inflación. Resulta equivocado suponer que los

[10] En virtud a la regla de manejo cambiario, éstas se estiman en función del diferencial entre la inflación interna y la externa.

[11] Véanse los trabajos de Correa (1984 y 1992), Herrera (1991), Steiner, et.al. (1992), O'byrne y Reina (1993).

[12] La prima cambiaria se refiere a la diferencia entre la tasa de cambio oficial y la tasa de cambio paralela, concepto que era muy relevante en el período anterior a 1991, cuando, en razón al control de cambios vigente, el mercado paralelo era significativo.

flujos afectan la sostenibilidad de las reformas y la estabilización macroeconómica en forma similar entre países. Es más, en el caso de Argentina, tal como había sucedido en España y México, la entrada de capitales, si bien hace más complejo el manejo macroeconómico, es complemento esencial a las reformas mismas, en tanto proporciona el financiamiento externo necesario para contrarrestar el déficit comercial que generalmente aparece cuando en un ambiente inflacionario se instaura un régimen de tasa de cambio (prácticamente) fija.

Parece conveniente abordar el tema de la política macroeconómica describiendo y analizando las experiencias de los tres países en mención respecto a cuatro aspectos fundamentales: el manejo de la tasa de cambio, la política monetaria, la política fiscal y la adopción de controles a la movilidad de capitales.

A. Tasa de cambio

La principal diferencia entre el reciente manejo macroeconómico argentino respecto al chileno y al colombiano está determinado por distintas concepciones en torno al papel que debe jugar la tasa de cambio nominal. Mientras en la Argentina ésta ha pasado a jugar un papel activo en el esfuerzo por reducir la inflación, en Chile y Colombia se ha dado prioridad a defender la tasa de cambio real, no obstante el sesgo inflacionario que generalmente se le imputa a una estrategia de este tipo.

En el Cuadro 4 presentamos índices de tasa de cambio real. En el caso argentino se destaca el elevado nivel alcanzado en 1989, año crítico de la hiperinflación. El deterioro de dicho índice a partir de 1990 antecede la implantación del régimen de tasa de cambio fija; se da en un ambiente de flotación cambiaria en el cual la tasa anual de inflación todavía superaba el 1300%. A principios de 1991 el nuevo equipo económico anuncia medidas de austeridad fiscal y aprovecha una cómoda posición de reservas para garantizar la estabilidad de la tasa de cambio; termina instaurando un régimen de flotación sucia. Estabilizado el cambio, durante el primer semestre de 1991 se dicta la Ley de Convertibilidad, mediante la cual se fija la tasa de cambio y se da pleno respaldo en divisas a la base monetaria. La tasa de cambio real sigue siendo una variable crucial, pero su evolución está completamente determinada por la inflación.

Cuadro 4. INDICES DE TASA DE CAMBIO REAL 1980-1992 (1985=100)

	Argentina[a]	Chile	Colombia
1980	31.7	66.5	79.1
1981	54.7	49.6	76.5
1982	117.5	56.7	71.0
1983	104.9	75.0	72.9
1984	96.8	76.70	77.8
1985	93.7	100.0	100.0
1986	75.0	121.2	108.3
1987	87.3	132.2	108.0
1988	83.8	130.5	105.8
1989	116.6	121.2	113.7
1990	64.4	124.6	126.6
1991	44.1	117.9	115.0
1992	38.9	114.4	112.5

[a] Base julio 1985=100.

Fuente: Argentina: Fanelli y Damill (1993). Chile: CEPAL; tasa de cambio para exportaciones deflactada por salarios. En 1992 se actualiza por la variación de la TCR deflactada por el IPM. Colombia: Banco de la República, Revista Mensual, varios números.

Si bien los logros en términos de inflación han sido dramáticos, no se ha logrado que los precios al consumidor converjan a los patrones de los países desarrollados[13]. La sostenibilidad del proceso depende en gran parte de que las distintas medidas

[13] Los aspectos recién descritos guardan alguna similitud con los observados en las experiencias de España y México. No obstante, la apreciación real en la Argentina ha sido muy superior.

de estabilización logren su propósito en términos de reducir la inflación antes de que la posición de reservas se deteriore al punto de hacer insostenible la paridad cambiaria. En ese propósito no sólo se vuelve crucial la disciplina fiscal, sino que adquiere gran relevancia como elemento de apoyo, el influjo de capitales.

Es importante resaltar el hecho de que si bien preocupa que al finalizar 1992 la tasa de cambio real fuese 67% inferior a la obtenida al finalizar 1989, no menos relevante es el hecho de que las dos terceras partes de dicho deterioro se produjo en 1990, antes de entrar en vigencia el Plan de Convertibilidad. De hecho, si bien al finalizar 1992 la tasa de cambio real era baja, en dicho año sólo se apreció 11%. Si se tiene en cuenta que en ese proceso la inflación anual (del IPC) se redujo de 1344% en 1990 a 18% en noviembre de 1992, habría que concluir que el manejo cambiario ha sido exitoso, por cuanto ha cumplido su cometido principal.

En lo que respecta a Chile y Colombia, la evolución de la tasa de cambio real ha seguido un patrón relativamente similar desde 1980 (véase Cuadro 4), y el manejo de la tasa de cambio nominal ha sido muy semejante en el reciente episodio de ingresos masivos de capital, si bien diferentes razones explican el hecho de que en ambos países la década anterior hubiese finalizado con niveles de tasa de cambio real elevados[14].

En cuanto hace a la coyuntura reciente, en ambos casos la política cambiaria se fue ajustando, desde una posición de total defensa de la tasa de cambio real en tanto se creía que los flujos eran de carácter temporal, a una posición de mayor flexibilidad en la medida en que se percibía que parte de los ingresos eran más permanentes[15]. La forma de introducir mayor flexibilidad a la tasa de cambio ha diferido entre los dos países. En Chile el Banco Central utiliza una banda de "no intervención". La misma ha sido ampliada y desplazada; ha dejado de construirse en función del dólar americano. En ocasiones se ha intervenido al interior de la misma. En Colombia la flexibilidad ha sido más reciente; emana de las reformas adoptadas entre 1990 y 1991. En esencia, consiste de una banda de "no intervención" públicamente conocida, con una amplitud de 12.5%. En forma discrecional y no anunciada, el Banco Central ha intervenido al interior de la misma, para de hecho establecer una banda con una amplitud no mayor a 6%. En ambos países, ha sido inevitable permitir apreciaciones nominales.

En resumen, para los tres países se encuentra una clara correspondencia entre la disminución en la inflación y la apreciación de la tasa de cambio real. Mientras en Argentina la apreciación fue considerable y la reducción en la inflación significativa, en Chile y Colombia se fue menos ambicioso en términos de inflación, en virtud al propósito de defender niveles competitivos de tasa de cambio real. Los tres países representan evidencia adicional de que es virtualmente imposible reducir la inflación sin permitir apreciaciones en la tasa de cambio real.

B. Política monetaria

Como es bien sabido, en un ambiente de relativa movilidad de los capitales, la política monetaria es poco efectiva en un régimen de tasa de cambio fija. En ese caso, el equilibrio en el mercado monetario viene determinado por lo que le suceda a la demanda de dinero. Siendo ese el caso, no es de sorprender que en Argentina se tenga una posición

[14] En el caso chileno ello resultó del propósito de fortalecer la balanza comercial para contrarrestar la elevada carga de la deuda; en Colombia se debió a la creencia de que la reducción arancelaria, implementada solamente a partir de 1990, requería de una mayor tasa de cambio real, para proteger la balanza de pagos.

[15] Una excelente descripción de la forma en que el Banco Central de Chile fue alterando su política cambiaria en función de la continua entrada de capitales se encuentra en Bianchi (1992).

pasiva en el frente monetario. A partir de la Ley de Convertibilidad, el Banco Central solamente puede emitir con el propósito de adquirir reservas. En virtud a la entrada masiva de capitales, los agregados monetarios han crecido a tasas muy elevadas, incluso en términos reales. Según se desprende de FD, la evolución de éstos no ha conllevado intentos por esterilizar su efecto monetario. Ciertamente, en la medida en que parte del influjo de divisas corresponda a repatriación de capitales, el crecimiento de los agregados monetarios estará reflejando la recomposición del portafolio financiero de los nacionales, en favor de activos financieros en moneda doméstica. Sin temor a exacerbar las presiones inflacionarias, el Banco Central acomoda la oferta a los mayores niveles de la demanda.

Tanto en Chile como en Colombia ha primado una concepción diferente, aunque en el segundo caso se presentó un radical cambio a finales de 1991. Si bien en los dos países se han presentado reformas que han vuelto más atractiva la tenencia de activos financieros domésticos, los cambios han sido mucho menos profundos que en la Argentina. Por lo mismo, se consideraba poco probable un incremento pronunciado en la demanda de dinero, razón por la cual existía temor de que un elevado aumento de los agregados monetarios se tradujera en presiones inflacionarias indeseadas. Lo anterior, aunado al hecho de que se pretendía defender la tasa de cambio real, determinó que la esterilización de los capitales se convirtiera en elemento esencial del programa macroeconómico.

Los estudios de caso así como otros más especializados en el tema[16] sugieren que la esterilización es en general posible, pero ciertamente limitada y costosa. Los límites tienen que ver con el hecho de que se requiere que el Banco Central eleve las tasas de interés, lo cual puede representar un estímulo adicional a los capitales especulativos. Los costos están vinculados con el hecho de que los títulos que emite el Banco Central pagan un interés superior al que devengan las reservas internacionales que ha adquirido. En ambos países, el déficit "cuasi-fiscal" originado en la esterilización ha alcanzado montos importantes: 0.5% del PIB en Chile y cerca de 1% en Colombia. Adicionalmente, la esterilización, en tanto conlleva a incrementar las tasas de interés, representa un desincentivo a la inversión productiva.

Aparentemente, los límites de la esterilización se alcanzaron más rápidamente en Colombia. El Banco Central de Chile, si bien se vio obligado a incrementar sus tasas de interés, solamente llegó a ofrecer rendimientos reales de 6% anual. En Colombia el Banco de la República reconoció intereses reales superiores al 15%. En el segundo caso se logró un amplio consenso en torno a que la continua afluencia de capitales era en parte resultado de la política de esterilización misma. Por ello, se produjo un viraje radical. A partir del último trimestre de 1991 la recién posesionada Junta Directiva del Banco de la República[17] determinó que el Banco dejaría de liderar las tasas de interés, con sus papeles reconociendo un interés real negativo. En sentido estricto, no se abandonó la política de esterilización, por cuanto se intensificó la emisión de títulos en moneda extranjera que rendían una tasa en dólares superior a las internacionales. Dichos títulos se entregan solamente a cambio de divisas; en un sólo instrumento se conjugan las labores de intervención cambiaria y esterilización monetaria. La rentabilidad de los mismos ha sido significativamente menor a las tasas de interés que habían prevalecido hasta 1991. Adicionalmente, y en tanto son negociables en el mercado, produjeron una revaluación en la tasa de cambio nominal; ello eliminó en

[16] Para el caso de Chile, véase Bianchi (1992). La experiencia colombiana se detalla en Junguito (1992).

[17] Como en el caso chileno, las reformas en Colombia incluyen una enmienda constitucional mediante la cual el Banco Central ganó autonomía respecto del Gobierno (Junguito, 1992).

gran parte la subvaluación cambiaria, la cual también estaba fomentando la especulación en favor del peso[18].

La política de reducción de tasas de interés tuvo efectos adicionales; no sólo representó un estímulo para la inversión sino que, adicionalmente, ocasionó un importante aumento en la demanda de dinero, razón por la cual, aunque en grado menor que en el caso argentino, en medio de esfuerzos por reducir la inflación se permitieron incrementos importantes en los agregados monetarios.

C. La política fiscal

El papel jugado por la política fiscal en los tres países ha sido muy diferente. Quizás sólo en el caso de Colombia se puede hablar de un ajuste fiscal originado en la necesidad de compensar el efecto expansivo de la entrada de capitales. Tanto en Argentina como en Chile el movimiento hacia una política fiscal austera antecedió la entrada de los flujos, aunque en el caso argentino en presencia de éstos ciertamente se intensificó.

En el Cuadro 5 se presenta información respecto al déficit fiscal consolidado. La mejoría en el caso argentino es dramática; como porcentaje del PIB el déficit se redujo de 8.6% en 1988 a 2.2% en 1991. En dicho país, el saneamiento de las finanzas públicas es elemento esencial de la reforma estructural. La sostenibilidad de la tasa de cambio fija requiere de la eliminación de presiones desestabilizadoras; la Ley de Convertibilidad elimina la posibilidad de financiar al Gobierno en el Banco Central; el financiamiento externo está en gran parte condicionado al cumplimiento de estrictas metas fiscales; la recuperación de la tasa de inversión depende de que el sector privado acceda a abundantes recursos financieros, que solamente están disponibles si el Estado no presiona el mercado de capitales[19].

Cuadro 5. BALANCE FISCAL (% del PIB)[a]

	Argentina	Chile	Colombia
1987	-6.7	2.6	—
1988	-8.6	3.9	-2.1
1989	-4.8	5.5	-1.9
1990	-5.1	1.5	-0.4
1991	-2.2	1.7	0.1
1992p	—	1.8	-0.4

[1] Del sector público no financiero; déficit (-).
p: preliminar.
Fuente: CEPAL (1992).

Por todo lo anterior, en el caso argentino no es correcto hablar de un ajuste macroeconómico para hacer frente a los flujos de capital. Al contrario, el ajuste antecede a los flujos y en parte los genera, bien sea de manera indirecta al propiciar un ambiente macroeconómico que estimula la repatriación de capitales, o de manera directa a través de las privatizaciones. Tampoco parece factible que su entrada comprometa reformas que ya se habían puesto en marcha, no obstante que la apreciación cambiaria con seguridad genera problemas al sector productor de bienes transables.

El caso chileno es relativamente diferente. Comparte con el argentino el hecho de que el ajuste a las finanzas públicas es parte integral del programa macroeconómico ya que el incremento en el

[18] En Steiner, et.al. (1992) se plantea un modelo que en forma satisfactoria explica la entrada de capitales en función del grado de subvaluación cambiaria.

[19] Algo similar sucedió en México (Loser y Kalter, 1992), donde la política de privatización redujo el número de entidades públicas de 1100 en 1982 a menos de 250 en 1991. Por su parte, la reforma tributaria de 1987 mejoró de manera sustancial el resultado de las finanzas públicas. De acuerdo con cifras de la CEPAL (1992), el déficit público primario disminuyó de 15.5% del PIB en 1987 a 4% en 1990, para convertirse en superávit de 3.4% en 1992.

ahorro público ha sido indispensable para acomodar la onerosa carga fiscal de la deuda externa. En lo que respecta a la coyuntura reciente, AEA señalan que los tenaces esfuerzos por contrarrestar las tendencias a la apreciación cambiaria han estado vinculados esencialmente a la política de esterilización, la cual, al resultar insuficiente, ha sido complementada con medidas cambiarias para desestimular la entrada de capitales. No se ha utilizado la austeridad fiscal como compensación de los flujos.

El caso colombiano ha sido bien diferente. Los flujos de capital han sido identificados como elemento desestabilizador, que puede entorpecer la puesta en práctica de algunas de las reformas estructurales. Se ha hecho uso de toda la gama de instrumentos para compensar su efecto expansionista. Colombia tiene gran tradición de disciplina fiscal; al mismo tiempo, posee un Estado de tamaño relativamente pequeño y no tiene una deuda externa muy onerosa. Por todo ello, la política fiscal no formaba parte integral de las reformas estructurales introducidas a partir de 1989[20]. El influjo de recursos externos dio origen en primera instancia a una estrategia de esterilización a ultranza. Al reconocerse la limitada bondad de la misma, se consideró que la política de estabilización tendría que fundamentarse en una de dos alternativas: o se permitía una drástica revaluación de la tasa de cambio, o se efectuaba un ajuste fiscal significativo[21]. Muy "a la colombiana", se optó por una combinación de políticas. Se permitió una no despreciable apreciación de la tasa de cambio real, y se hizo un ajuste fiscal importante[22]. Es interesante resaltar el hecho de que el ajuste fiscal se ha dado por la vía de mayores ingresos. En virtud a que algunos estudios[23] han encontrado que uno de los determinantes de la tasa de cambio real es el nivel del gasto público y no el del déficit, podría cuestionarse la lógica de fundamentar en una reforma tributaria la contribución del gobierno al proceso de absorción de los flujos de capital, aunque no hay que desconocer el impacto positivo que ello puede tener en términos de facilitar el manejo monetario.

D. Control a la movilidad de capitales

La entrada de capitales ha sido bienvenida en Argentina, no así en Chile y Colombia. En estos dos últimos países, una vez detectada la limitada efectividad y el gran costo fiscal de la esterilización monetaria, se hizo uso de elementos adicionales tanto para compensar el efecto expansionista de los capitales, como para disminuir efectivamente el monto de los mismos[24].

En el caso chileno se establecieron encajes elevados para el endeudamiento externo del sistema financiero; los mismos parecen haber sido efectivos. También se relajaron restricciones a la salida de capitales, mediante la autorización a los fondos de pensiones de mantener parte de su portafolio invertido en el exterior y a través del relajamiento en los plazos para repatriar capitales y remesar utilidades a la inversión extranjera.

---

[20] Resulta interesante señalar que al igual que la política fiscal, la comercial también terminó siendo dependiente de la evolución de los flujos de capital. Para disminuir la presión revaluacionista de los flujos, al finalizar 1991 se optó por adelantar en tres años el proceso de desgravación arancelaria.

[21] Como señalan CB, este es un planteamiento justificable desde un punto de vista monetario, quizás cuestionable desde un punto de vista real. Adicionalmente, puede no ser el más deseable desde la perspectiva de la distribución social del ajuste.

[22] Las cifras del Cuadro 5 no sugieren un cambio significativo en el balance del sector público consolidado entre 1990 y 1992. Ello se debe fundamentalmente al hecho de que en dicho período se presenta una dramática crisis cafetera, que afecta significativamente el resultado financiero del Fondo Nacional del Café, elemento integral del sector público no financiero.

[23] Véase Herrera (1989).

[24] Un interesante caso intermedio es el español. Si bien la entrada de capitales resultaba fundamental para darle credibilidad a la participación española en el Sistema Monetario Europeo, España mantuvo hasta 1992 controles a la movilidad de los mismos (véase Galy, et.al., 1993).

En Colombia se establecieron impuestos a algunos ingresos por concepto de servicios personales, a través de los cuales estaba entrando una parte importante de los flujos. Esta medida no fue muy efectiva, puesto que aumentó en forma significativa los ingresos por turismo. De cualquier manera, es curioso que se haya optado por acudir a medidas de índole tributario, cuando es razonable presumir que la entrada de capitales fue en parte motivada por una amnistía tributaria que se extendió hasta 1991. Además, aparece como contradictoria con medidas de relajamiento al endeudamiento externo que simultáneamente fueron adoptadas con el fin de imprimirle más competencia al sistema financiero nacional[25].

IV. LOS EFECTOS SOBRE LA INVERSION

La entrada de capitales conlleva a un dilema, por cuanto ejerce una presión a la apreciación de la tasa de cambio real que si bien perjudica al sector exportador, abarata el precio doméstico de los bienes de capital importados, esenciales para aumentar la tasa de inversión[26]. Además, y en forma más directa, los flujos pueden afectar la inversión al relajar la restricción de ahorro. Puesto que en alguna medida los tres países considerados vieron apreciar sus tasas de cambio real, no hay duda de que por esa vía se presentó un estímulo a la inversión. En cambio, la relajación de la restricción crediticia no es tan clara, por lo menos por dos razones: de una parte, en Argentina, y en menor medida en Chile, los flujos estuvieron relacionados con privatizaciones y conversiones de deuda, razón por la cual parte de los ingresos fueron utilizados en la adquisición de activos existentes. De otra parte, tanto en Chile como en Colombia se hizo una agresiva política de esterilización, razón por la cual los recursos de capital acrecentaron las reservas internacionales, sin incrementar significativamente el ahorro transferible.

La aguda crisis económica enfrentada por la Argentina durante la década pasada se ha reflejado en la inversión. Como porcentaje del PIB, la misma pasó de un bajo nivel de 14% a mediados de los ochenta a uno de 12% en 1991 (Cuadro 6)[27]. Estos niveles son insuficientes para garantizar aceptables tasas de crecimiento económico; han sido el reflejo de bajos niveles de ahorro, elevados egresos por concepto de servicio de factores y de un complemento insuficiente de ahorro externo. En ausencia de cifras desagregadas y actualizadas sobre la composición del gasto, FD utilizan indicadores alternativos, los cuales indican un notable repunte de la inversión, la cual aún estaría ubicándose en niveles muy bajos. Sugieren que el efecto de la IED ha sido pequeño, en tanto los recursos han alimentado el proceso de privatizaciones. Adicionalmente, a través de la información de balance de las principales empresas, concluyen que la sustitución de activos financieros externos se ha dado en favor tanto de activos financieros domésticos como de activos reales, lo cual ha conllevado a un notorio mejoramiento en la estructura de financiación de las empresas. El análisis del destino sectorial de la inversión extranjera indica que la misma se ha dirigido básicamente al sector productor de bienes no transables. Este es un resultado lógico, debido a

[25] Adicionalmente, en el caso colombiano se obligó a los bancos comerciales a mantener más activos que pasivos denominados en moneda extranjera. Con ello se ha buscado que los intermediarios financieros utilicen parte de sus recursos en moneda doméstica para adquirir reservas en el Banco Central.

[26] En sentido estricto, la relación entre inversión y tasa de cambio real es incierta. Una apreciación real abarata el costo de los bienes de capital importados en términos de bienes domésticos, mientras en el sector productor de bienes transables sucede lo contrario: el costo real del nuevo capital se incrementa y la inversión cae. Según Serven y Solimano (1991), la mayoría de estudios empíricos sugieren que, por lo menos en el corto plazo, una apreciación real favorece la inversión.

[27] Las cifras del Cuadro 6 no necesariamente provienen de fuentes oficiales. Para cada país se trata de series consistentes. Por lo tanto, el Cuadro no es útil para hacer comparaciones entre países, pero sí es ilustrativo de tendencias en cada uno de ellos.

Cuadro 6. INVERSION BRUTA 1981-1992 (Porcentaje del PIB)

	Argentina	Chile	Colombia
1981	17.7	19.5	17.4
1982	14.8	15.0	17.7
1983	14.5	12.9	17.7
1984	14.1	13.2	17.3
1985	13.9	14.8	15.9
1986	12.8	15.0	16.2
1987	14.4	16.4	15.5
1988	13.7	17.0	16.5
1989	11.7	18.6	15.1
1990	10.7	19.5	14.0
1991	11.6	18.2	12.5
1992	n.d.	19.8	14.0

Fuente: Argentina: serie construida por Fanelli y Damill (1993), Cuadro 3a.
Chile. Agosin (1993), Cuadro 9.
Colombia: Cuentas Nacionales y DNP para 1992.

que el grueso de las empresas privatizadas no producen bienes transables internacionalmente.

En lo que respecta a Chile, la tasa de inversión comienza a recuperarse a mediados de la década pasada; en 1992 representa casi el 20% del PIB. En el estudio de AEA se sugieren cuatro canales a través de los cuales la entrada de recursos puede aumentar la inversión: el efecto directo de la inversión extranjera; la apreciación real; el relajamiento de la restricción cambiaria; y el relajamiento de la restricción crediticia.

El análisis empírico indica que la inversión en Chile depende positivamente de la tasa de cambio real. Si bien una apreciación real abarata los bienes de capital importados, este efecto parece estar más que compensado por el hecho de que a su vez desestimula la demanda agregada y, por esa vía, el nivel de inversión. De otra parte, es poco probable que la entrada de capitales haya aumentado la inversión por la vía de reducir las restricciones bien sea de divisas o de crédito. Lo primero por cuanto el endeudamiento externo de las empresas chilenas ha sido desincentivado por la vía de elevados encajes; lo segundo en virtud a la política de esterilización monetaria. Por todo lo anterior, se concluye que los flujos de capital han impactado la inversión en razón al papel de la IED. La misma ha contribuido con más del 40% del aumento de la inversión total entre 1981 y 1991. Respecto a su destino, una parte importante se ha dirigido a sectores vinculados con las exportaciones, principalmente el minero.

En lo que respecta a Colombia, la inversión ha evolucionado en forma diferente a como lo ha hecho en Argentina y Chile. En efecto, disminuyó durante la segunda mitad de la década pasada; como porcentaje del PIB, en 1991 era cinco puntos inferior a 1984, evolución que coincide con la caída del financiamiento externo, por cuanto el ahorro nacional no se deterioró [Ocampo (1988)]. A pesar de la afluencia de capitales, la inversión global se redujo entre 1990 y 1991, desarrollo en el cual influyó la política de esterilización a través de elevadísimas tasas de interés. Aunque no se cuenta con cifras enteramente confiables, distintos indicadores sugieren una marcada reversión de dicho proceso en 1992. La misma, en parte está determinada por la IED, la cual sin embargo sigue siendo muy moderada, vinculada fundamentalmente al desarrollo de proyectos en el sector petrolero.

En CB se estima una demanda de inversión en función de la rentabilidad de la misma, de la utilización de capacidad instalada, de la restricción al financiamiento y de algunas medidas de incertidumbre. En esta especificación, los flujos de capital afectan la inversión porque al presionar el mercado de valores, elevan su rentabilidad; adicionalmente, ayudan a relajar la restricción crediticia. Nótese que no se explora la posibilidad de que los flujos afecten la inversión a través de la tasa de cambio real; tampoco se capta de manera directa la influencia de las tasas de interés. Los

resultados sugieren que la inversión es sensible a los flujos, en razón a que relajan la restricción crediticia.

V. LAS IMPLICACIONES DE POLITICA

Si bien con distinto énfasis y a ritmos diferenciados, los tres países objeto del presente estudio se han movido hacia estructuras económicas en que el papel predominante lo juega el sector privado. Tratándose de economías normalmente restringidas en sus posibilidades de financiación, es razonable pensar que la adopción de reformas se facilita con la entrada de capitales del exterior. La posibilidad de utilizar estos últimos en la financiación de mayores niveles de inversión ha tenido que ser sopesada con las posibles perturbaciones macroeconómicas que los mismos pueden generar. En particular, en tanto en todos los países se ha considerado fundamental consolidar los sectores productores de bienes transables, ha habido una gran preocupación por minimizar el impacto que los flujos pueden ejercer sobre la tasa de cambio real.

El caso argentino difiere de los otros dos en que allí se le ha dado el máximo de importancia a reducir la inflación, utilizando para tal propósito la política cambiaria y las políticas fiscal y comercial. En tanto la inflación converge sólo en forma lenta a la evolución de la inflación internacional, la tasa de cambio real necesariamente se aprecia cuando la nominal es fija. La Ley de Convertibilidad, aunada a abundantes reservas internacionales acumuladas gracias a la entrada de capitales, permite mitigar los efectos nocivos que la apreciación podría generar sobre las expectativas de los agentes. No obstante, la continua apreciación es insostenible, ya que no es lógico pensar que continuos déficit comerciales financiados con capitales constituyan un escenario viable o deseable. Por todo lo anterior, es esencial que se acelere el proceso de disminución de la inflación. En la medida en que no es fácil profundizar el ajuste fiscal, bien vale la pena ahondar esfuerzos en el frente de la política de ingresos y salarios.

En Chile y Colombia los flujos han llegado en momentos en que se hacen esfuerzos importantes por acelerar la apertura comercial con el resto del mundo. El reto ha sido el de continuar en el esfuerzo de reducir la inflación, sin permitir apreciaciones importantes en la tasa de cambio. La política de esterilización ha sido crucial; al perder eficacia ha sido complementada con controles a la movilidad de los capitales en el caso chileno, y ajuste fiscal en el caso colombiano. En ambos ha habido éxito en sostener la tasa de cambio real. En Chile adicionalmente se han tenido logros significativos en términos de reducción de la inflación, no obstante el importante dinamismo de la demanda agregada. En Colombia la inflación ha bajado poco y el crecimiento no se ha recuperado. Probablemente parte de la explicación a resultados tan diferentes en términos de crecimiento radica en que los flujos que llegaron a Chile fueron en parte a través de IED, mientras que en Colombia ha dominado el componente especulativo.

Por lo mismo, el gran reto que tiene Colombia es el de consolidar sus reformas estructurales, de manera que el influjo de capitales responda a mejoras reales en las posibilidades de inversión, y no simplemente a especulación que arbitra diferenciales en rentabilidades financieras. Los recursos que llegaron bajo esta última forma no sólo no afectaron positivamente los niveles de inversión, sino que complicaron enormemente el manejo macroeconómico. La gran lección de la experiencia colombiana es que, no obstante lo que se estipule en las normas, la movilidad de los capitales es muy alta; así como la sobrevaluación cambiaria de principios de los ochenta precipitó una importante fuga de capitales, la subvaluación por la que recientemente se optó para compensar la desgravación arancelaria propició una inesperada y poco deseada afluencia de capitales especulativos.

REFERENCIAS

Agosin, M.R. J. Fuentes y L. Letelier (1993), "Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas: El caso de Chile", BID, Serie de Documentos de Trabajo No.146, mayo.

Banco de España (1992), "Financiación del Déficit Público y Balanza de Pagos: el Caso de España (1975-92)", *Boletín del CEMLA,* nov-dic.

Bianchi, A. (1992), "Overabundance of foreign exchange, inflation and exchange rate policy: the chilean experience", *International Forum on Latin American Perspectives,* Paris.

Calvo, G.A., L. Leiderman y C. Reinhart (1992), "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", mimeo, FMI.

Cárdenas, M. y F. Barrera (1993), "Efectos macroeconómicos de los capitales extranjeros: El caso colombiano", BID, Serie de Documentos de Trabajo.

CEPAL (1992), *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe, 1992.*

Correa, P. (1984), "Determinantes de la Cuenta de Servicios de la Balanza Cambiaria", *Ensayos Sobre Política Económica,* diciembre.

———— (1992), "Paridad entre la tasa de interés real interna y externa: Notas sobre el caso colombiano", *Coyuntura Económica,* abril.

Fanelli, J. M. y M. Damill (1993), "Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas: Argentina", *BID,* Serie de Documentos de Trabajo, 145, mayo.

Fondo Monetario Internacional 1992), "Private Market Financing for Developing Countries", *World Economic and Financial Surveys,* diciembre.

Gal y, M., Pastor, G. y T. Pujol (1993), "Spain: Converging with the European Community", *Occasional Paper 101,* FMI.

Guidotti, P.E. (1988), "Insulation Properties Under Dual Exchange Rates", *Canadian Journal of Economics,* 21:4.

Herrera, S. (1989), "Determinantes de la trayectoria del tipo de cambio real en Colombia", *Ensayos Sobre Política Económica,* junio.

———— (1991), "Movilidad de Capitales y la Economía Colombiana", *Banca y Finanzas,* julio-septiembre.

Junguito, R. (1992), "Reflexiones sobre el manejo macroeconómico en Colombia", en A. Martínez (ed.) *Apertura: Dos Años Después.*

Loser, C. y E. Kalter (1992), "Mexico, The Strategy to Achieve Sustained Economic Growth", *Occasional Paper 99,* FMI.

O'byrne, A. y M. Reina (1993), "Flujos de Capitales y Diferenciales de Interés en Colombia: Cuál es la Causalidad?", en L.J. Garay y M. Cárdenas (ed.): *Movimiento Internacional de Capitales en los Años Noventa: La Experiencia Colombiana bajo Análisis.*

Ocampo, J.A. (1988), "Una nota sobre la relación entre financiamiento externo, ahorro e inversión", *Ensayos Sobre Política Económica,* junio.

Ocampo, J.A. y R. Steiner (1993), "Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas", Serie de Documentos de Trabajo.

Serven, L. y A. Solimano (1991), "Adjustment Policies and Investment Performance in Developing Countries", *Working Papers,* Banco Mundial, marzo.

Steiner, R., R. Suescún y F. Melo (1992), "Flujos de Capital y Expectativas de Devaluación", *Coyuntura Económica,* junio.

Tornell, A. (1990), "Real vs. Financial Investment: Can Tobin Taxes Eliminate the Irreversibility Condition?", *Journal of Development Economics,* 32:2.