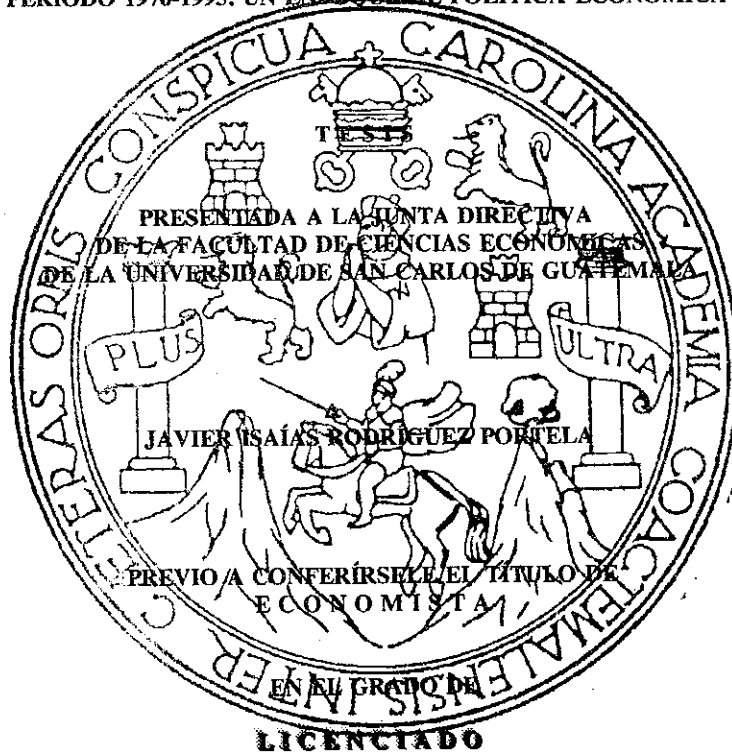


UNIVERSIDAD DE SAN CARLOS DE GUATEMALA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

MANEJO MACROECONÓMICO DE LOS FLUJOS
DE CAPITAL DE CORTO PLAZO EN GUATEMALA
PERIODO 1976-1995: UN ENEQUE DE POLÍTICA ECONÓMICA



GUATEMALA, AGOSTO DE 1997



**MIEMBROS DE LA JUNTA DIRECTIVA
DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
DE LA UNIVERSIDAD DE SAN CARLOS DE GUATEMALA**

DECANO: Lic. Donato Santiago Monzón Villatoro

SECRETARIO: Licda. Dora Elizabeth Lemus Quevedo

VOCAL 1: Lic. Jorge Eduardo Soto

VOCAL 2: Lic. José Efraín Aguilar Torres

VOCAL 3: Lic. Víctor Hugo Recinos Salas

VOCAL 4: P.C. Cantón Lee Villela

TRIBUNAL QUE PRACTICÓ

EL EXAMEN GENERAL PRIVADO DE TESIS

PRESIDENTE: Lic. Edgar José Reyes Escalante

EXAMINADOR: Lic. Oscar Erasmo Velásquez Rivera

EXAMINADOR: Lic. Arnoldo Caballeros Escobar

SUPLENTE: Lic. Carlos Enrique González

Guatemala, 13 de febrero de 1997.

Lic. Donato Monzón Villatoro
Decano de la Facultad de Ciencias Económicas
Universidad de San Carlos de Guatemala
Presente

Señor Decano:

En atención a la designación de que fuera objeto para asesorar al señor *Javier Isaías Rodríguez Portela* en la elaboración de su tesis de grado, como requisito previo para obtener el título de Economista en el grado académico de Licenciado, tengo el agrado de manifestarle que he asesorado y revisado el trabajo de tesis: *"MANEJO MACROECONÓMICO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL DE CORTO PLAZO EN GUATEMALA, PERÍODO 1976-1995: UN ENFOQUE DE POLÍTICA ECONÓMICA"*.

Sobre el particular, es oportuno indicar que el trabajo de tesis presentado en esta ocasión, llena los requerimientos que se exigen para este tipo de estudios, como lo son las técnicas académicas y de investigación. Asimismo, considero que su contenido es un aporte para comprender el proceso de internacionalización de la actividad económica que acontece actualmente, de tal manera que enriquece el material de apoyo docente y profesional de nuestra casa de estudios.

Por lo anterior, me permito solicitar su aceptación para su análisis y discusión en el Examen Privado de Tesis, previo a su acto de graduación.

Atentamente,



Max Sergio González Salán
Economista, Colegiado No. 3846



FACULTAD DE
CIENCIAS ECONOMICAS

Edificio "S-8"

Ciudad Universitaria, zona 12
Guatemala, Centroamérica

DECANATO DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS:
GUATEMALA, UNO DE SEPTIEMBRE DE MIL NOVECIENTOS NOVENTA
Y SIETE.

Con base en lo estipulado en el Artículo 23o. del
Reglamento de Evaluación Final de Exámenes de Areas
Prácticas y Examen Privado de Tesis y el Acta ECO.PT No.
12-97: donde consta que el estudiante JAVIER ISAIAS
RODRIGUEZ PORTELA, ha aprobado su Examen Privado de
Tesis, se le autoriza la impresión del Trabajo de Tesis,
denominado: "MANEJO MICROECONOMICO DE LOS FLUJOS DE
CAPITAL DE CORTO PLAZO EN GUATEMALA, PERIODO 1976-1995,
UN ENFOQUE DE POLITICA ECONOMICA".-----

Atentamente,

"DID Y ENSEÑAR A TODOS"

Lic. DORA ELIZABETH LEMUS QUEVEDO
SECRETARIO

LIC. DONATO MONZON VILLATORO
DECANO



DEDICATORIA

A mis Hijas, Mildred Nathaly y María Fernanda, como un ejemplo de esfuerzo y perseverancia

A mi Esposa Eugenia, por su apoyo incondicional

y especialmente a mi madre, Zoila Bertila Portela Morales vda. de Rodríguez a quien debo lo que soy

AGRADECIMIENTO

Agradecimiento especial al Licenciado Max Sergio González Salán por su valiosa colaboración y motivación para concluir este trabajo de tesis

INTRODUCCIÓN

El proceso de globalización económica que acontece actualmente a propiciado que los movimientos internacionales de capital sean de mayor importancia, complementando los mercados financieros nacionales, ya que han surgido instrumentos financieros que anteriormente no estaban disponibles.

En los últimos años, la mayoría de países latinoamericanos han accedido a los mercados financieros internacionales mediante la mayor movilidad en los flujos de capital. Ello, derivado de que la mayoría de países presentan desequilibrios en balanza de pagos, por lo que ha sido necesario la utilización del ahorro externo. El incremento en las entradas de capital en la mayoría de los países, ha estado acompañado *-en algunos casos-*, de un resurgimiento del crecimiento económico y acumulación de reservas internacionales.

Cuando se presenta mayores afluencias de capital se ha observado importantes presiones sobre ciertas variables claves de las economías domésticas, en particular sobre el tipo de cambio y la tasa de interés, amenazando la estabilidad macroeconómica; especialmente cuando los flujos de capital muestran una gran volatilidad, volviéndose cortoplacistas, lo que somete a las economías pequeñas a fluctuaciones indeseables e inevitables ante una abrupta salida de los mismos.

Las políticas macroeconómicas referentes a los flujos de capital están vinculadas a qué tan abierta sea una economía; es decir si existe libre movilidad de capitales o si hay restricciones a los mismos. En este trabajo de tesis se analizan las características y el tratamiento de los flujos de capitales, principalmente los de corto plazo, con el objeto de aminorar sus efectos negativos sobre la economía doméstica.

Contiene en forma general las características y el tratamiento de los flujos de capital, sus causas y efectos, especialmente del capital de corto plazo; es decir, los factores que inciden en el movimiento de esos flujos de capital, la relación de éstos con la política económica por parte de la autoridad monetaria, entre otros. Incluye un marco teórico general relacionado con los flujos de capital en el ámbito macroeconómico, cuestiones de política de intervención, monetaria y cambiaria, y la descripción y análisis para el caso nacional.

INTRODUCCIÓN

I.	MARCO TEÓRICO SOBRE LOS FLUJOS DE CAPITAL.....	1
A.	MARCO CONCEPTUAL.....	1
1.	Principales indentidades.....	4
B.	CARACTERÍSTICAS DE LOS FLUJOS DE CAPITAL.....	6
1.	Entradas y salidas de capital.....	6
2.	Causas internas y externas de los flujos de capital.....	7
a.	<i>Causas internas</i>	7
b.	<i>Causas externas</i>	8
C.	ENSAYOS SOBRE RELACIONES CON LOS FLUJOS DE CAPITAL...10	
1.	Diferencial de tasas de interés.....	10
2.	Fugas de capital.....	11
3.	El tipo de cambio real.....	12
4.	Los flujos de capital y la distribución del ingreso.....	14
II.	POLÍTICA MACROECONÓMICA	
	SOBRE LOS FLUJOS DE CAPITAL.....	16
A.	DEL SISTEMA FINANCIERO.....	16
B.	POLÍTICAS DE INTERVENCIÓN.....	18
1.	Mercado cambiario.....	20
2.	Mercado monetario.....	21
3.	Cuenta capital.....	22
C.	POLÍTICA FISCAL.....	25
D.	POLÍTICA COMERCIAL.....	26
E.	PARÁMETROS DE ALERTA ANTE LAS VARIACIONES	
	DE LOS FLUJOS DE CAPITAL.....	27



III.	LOS FLUJOS DE CAPITAL DE CORTO PLAZO EN GUATEMALA.....
A.	PRINCIPALES CAUSAS DE LA MOVILIDAD DEL CAPITAL DE CORTO PLAZO.....
	1. Endeudamiento externo de residentes.....
	2. Diferencial de tasas de interés pasivas de corto plazo.....
B.	PRINCIPALES EFECTOS.....
	1. Déficit en cuenta corriente.....
	2. Reservas Monetarias Internacionales.....
	3. El tipo de cambio real.....
C.	ANÁLISIS ECONOMÉTRICO DEL CAPITAL DE CORTO PLAZO EN GUATEMALA (PERÍODO 1991 1995).....
	1. Aspecto teórico y metodológico.....
	2. Resultados.....
D.	PERSPECTIVAS PARA LA ECONOMÍA DOMÉSTICA.....
IV.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANEXOS

APÉNDICES

APÉNDICE A:

ASPECTOS DOCTRINARIOS DE LOS FLUJOS DE CAPITAL Y
DESARROLLO HISTÓRICO DEL MERCADO INTERNACIONAL
DE CAPITALES.....

APÉNDICE B:

DESCRIPCIÓN DE LAS EXPERIENCIAS RECIENTES DE OTROS
PAÍSES CON LOS FLUJOS DE CAPITAL.....

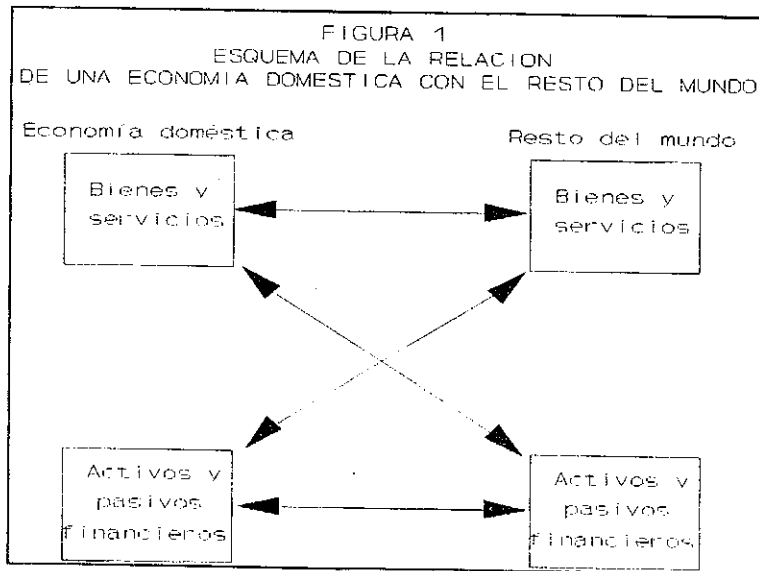
I. MARCO TEÓRICO SOBRE LOS FLUJOS DE CAPITAL

A. MARCO CONCEPTUAL

Resulta difícil definir el capital de corto plazo en relación a qué actividades se pueden financiar con esos capitales y con respecto al plazo de los mismos; no obstante que este último, puede ser de meses, semanas o días. Desde el punto de vista de quien provee los recursos, los flujos de capital de corto plazo se relacionan con la inversión financiera *-actividades especulativas-* y no con la inversión real. Sin embargo, en algunos casos, se vinculan con el comercio exterior, el cual no es una actividad financiera desde el punto de vista de quien utiliza los recursos.

Según la clasificación de los movimientos internacionales de capitales de la balanza de pagos, la cual tiene el propósito fundamental de clasificar rubros que muestren comportamientos diferentes, se distinguen capitales de corto y largo plazos, así como de acuerdo al sector que realiza la transacción internacional *-privado, público, bancario, etc.-*. Tradicionalmente, se consideran de corto plazo los activos y pasivos financieros que vencen antes de un año y, de largo plazo a los que tienen fecha de vencimiento mayor a un año o a los que no la tienen, como es el caso del capital representado por acciones (*Ibarra, 1988*).

En la *figura 1* se muestra de forma esquemática la relación de una economía doméstica con el resto del mundo a través del comercio de bienes y servicios y de los flujos de capital.



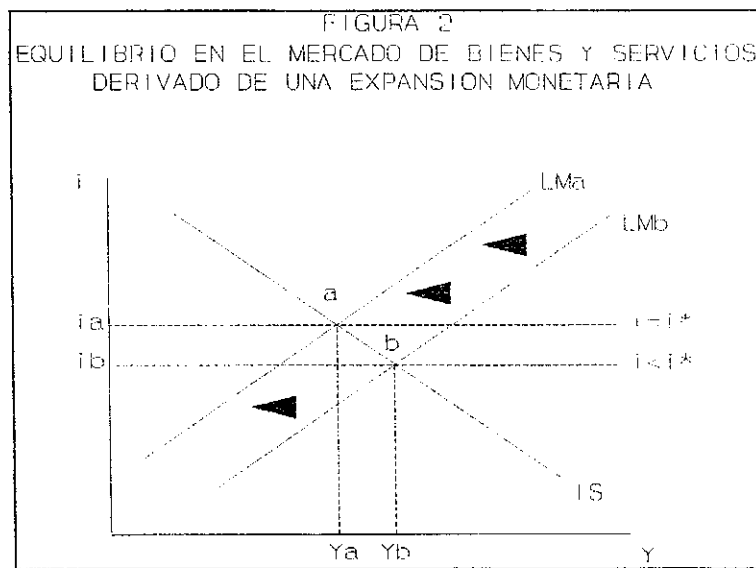
En forma amplia, los flujos de capital se definen como la variación del endeudamiento externo neto de una economía doméstica, tanto del sector privado como público, durante un período determinado, y se miden por el resultado en la cuenta capital de la balanza de pagos, lo que se refleja en los desequilibrios en la cuenta corriente^{1/} (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1994, p.9-10).

De acuerdo con la Teoría Económica los efectos de los flujos de capital dependen de la movilidad de dicho capital, es decir, de que tan abierta sea una economía. Mediante la alta movilidad del capital los inversionistas pueden colocar los recursos en donde la tasa de interés sea mayor. En este sentido, se supone que los flujos de capital hacen que se equiparen las tasas de interés internas y externas; es decir, la tasa de interés interna no podrá diferir de la externa.

^{1/} Se define como la suma de las exportaciones menos las importaciones de bienes y servicios más las transferencias unilaterales.

excepto por breves períodos de tiempo, en los cuales por variaciones en la oferta monetaria puedan darse alzas o bajas en la tasa de interés interna y en consecuencia un movimiento de flujos de capital.

Utilizando el *Modelo Mundell-Fleming*^{2/}, cuando el banco central aumente la oferta monetaria se propicia que la tasa de interés interna (i) se sitúe abajo de la externa (i^*) provocando salidas de capitales. Bajo tipo de cambio fijo, las salidas de capital generarán una reducción en la oferta monetaria doméstica y una alza en la tasa de interés interna al mismo nivel de la externa, por lo que las salidas de capital cesarán y se restablecerá el equilibrio original. En la *figura 2* se observa como se restaura dicho equilibrio (*punto a*).



^{2/} El modelo Mundell-Fleming es una extensión del modelo IS(mercado de bienes)-LM(mercado monetario) para economías pequeñas y abiertas.

No obstante lo anterior, según *Sachs-Larraín 1994*, p. 382 "las tasas de interés no son iguales en todo el mundo y, para tratarlas como si lo fueran, tenemos que excluirlas de las expectativas de variaciones en el tipo de cambio".

1. Principales identidades

La siguiente relación macroeconómica ilustra los posibles desequilibrios en el sector externo de una economía abierta:

$$Y = C + I + G + XN + TXN \quad (1)$$

En donde Y representa el ingreso nacional disponible, C el consumo nacional, I inversión privada y G los gastos del gobierno, tanto en consumo como en inversión, XN las exportaciones netas ($X - M$) y TXN ^{3/} las transferencias externas netas.

Reordenando los elementos de esa identidad, se tiene que:

$$Y - A = XN + TXN \quad (2)$$

En donde, $C + I + G$ constituyen la absorción (A); o sea todo lo que la economía necesita o demanda para producir, de tal forma que una economía puede absorber más de lo que produce ($A > Y$) y así provocar un déficit en cuenta corriente ($CC = XN + TXN$), el cual se financia con ahorro externo.

^{3/} Incluye los intereses, utilidades y transferencias corrientes del exterior.

En esa identidad, la parte izquierda se equipara con la identidad del ahorro e inversión ($Y - A \equiv S - I$), lo que hace referencia a que existe un exceso o falta de ahorro interno para financiar la inversión. Por lo tanto, un aumento del déficit en cuenta corriente puede atribuirse a un aumento de la inversión, una declinación del ahorro interno, o una combinación de ambos.

Cabe señalar que los desequilibrios externos pueden ser causados tanto por el sector privado como por el público, o por ambos. En el caso de que las finanzas públicas estén equilibradas o incluso tengan superávit, el causante del desequilibrio es el sector privado. En este caso, la cuenta corriente se puede representar de la forma siguiente:

$$CC = S - I \quad (3)$$

En donde el ahorro total es la suma del ahorro privado más el ahorro público y de la misma forma para la inversión; es decir:

$$\begin{aligned} CC &= (S_p + S_g) - (I_p + I_g) \\ CC &= (S_p - I_p) + (S_g - I_g) \end{aligned} \quad (4)$$

Por lo tanto, la cuenta corriente es igual al superávit(*déficit*) financiero del sector privado menos(*más*) el déficit(*superávit*) del sector público (*Sachs-Larraín 1994, p. 191*).

B. CARACTERÍSTICAS DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

1. Entradas y salidas de capital

La tendencia hacia la internacionalización de los mercados de capital ha diversificado mayor grado las formas de entrada y salida de capital, difundiendo más el ahorro financiero mediante el surgimiento y dispersión de diversos instrumentos. Las formas de entrada de capital principalmente para países en desarrollo, han sido desde financiamiento oficial y desarrollo por parte de países e instituciones internacionales, como la deuda pública, obtener financiamiento mediante la inversión privada en cartera; de títulos valores como pagarés y bonos extraterritoriales *-off shore-*.

Algunas de las operaciones que pueden señalarse como entradas de capital son: préstamos de bancos comerciales del exterior para empresas privadas o bancos nacionales mediante líneas de crédito; inversión extranjera directa por parte de empresas transnacionales; la propia venta de productos al exterior, operaciones de derivados y swaps *-intercam*; *conversión de deuda-* en el mercado bursátil; y, el retorno del capital expatriado, remesas familiares, donaciones y otros.

En cuanto a las operaciones que constituyen salidas de capital pueden mencionarse: el pago de los compromisos adquiridos en el exterior; como amortizaciones, intereses, utilidades, así como los servicios vinculados con el comercio exterior *-seguro, flete y administración-*. También salidas de capital el pago de cualquier forma de importación, toda vez que no halla sido considerada como financiamiento a cierta actividad al inicio de la operación; los préstamos otorgados por instituciones del país o de empresas nacionales que sean otorgados a gobiernos de otros países.

o entidades y cualquier inversión que los residentes realicen en el exterior⁴¹.

Finalmente, cabe señalar que las transacciones bancarias internacionales han sido la forma tradicional de realizar operaciones de entradas y salidas de capital. Sin embargo, dentro de los participantes más modernos en las operaciones de movimientos de capital, se pueden citar los fondos administrados, los inversionistas institucionales, corredores de valores, etc.

2. Causas internas y externas de los flujos de capital

a. Causas internas

Los avances tecnológicos en las comunicaciones, sobre todo en materia de información y sistemas de pagos y liquidación, así como la eliminación gradual de las barreras al movimiento de los flujos de capital y la desregulación y liberalización financiera *-eliminación de topes sobre las tasas de interés de los depósitos, programas de asignación del crédito, reformas tributarias a la inversión extranjera y encajes legales-* han hecho crecer el volumen de los flujos de capital, principalmente los de corto plazo.

Algunos elementos como el cambio en la legislación sobre inversión, principalmente en la participación en sociedades anónimas en los países en desarrollo, también han propiciado un brusco aumento en los flujos de capital de corto plazo en las economías emergentes *-aquéllas que principian a negociar títulos valores en las principales bolsa de valores internacionales-*.

⁴¹ Carlo Secchi. Cooperación financiera europea con América Latina: Varios enfoques, tomado del documento Restauración de los flujos financieros a la América Latina. (Primera edición, México, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos -OCDE- y Centro de Estudios Latinoamericanos -CEMLA-, 1991). Páginas 230-276. Referencia bibliográfica número 14.

Asimismo, la mejora en las relaciones económicas internacionales con los acreedores⁵¹ deriva del progreso en la reducción y reestructuración de la deuda externa, han permitido a estos países tener acceso a los mercados de capitales internacionales.

Aspecto importante lo constituye también la necesidad del ahorro externo por parte de los países en desarrollo para financiar su producción, lo que los ha obligado a participar en el mercado financiero internacional con el propósito de obtener financiamiento.

Otro factor, según *Calvo, Leiderman y Reinhart (1994, p. 10-12)*, son las medidas de política económica, como los programas de estabilización, las reformas económicas o de ajuste estructural, las cuales pueden atraer capital que podría ser canalizado para la inversión real o financiera. Esto porque, esos cambios de política ayudan a reducir la incertidumbre, aumentar las expectativas de crecimiento y de una inversión rentable; de tal manera que las corrientes de capital tienden a promover el equilibrio en la economía doméstica.

b. Causas externas

Las causas externas son aquellas que están fuera de control de las economías domésticas e influyen aún más en aquellas que son pequeñas y abiertas. Las políticas de estas economías deben estar atentas a los movimientos externos que puedan afectarlas, ya que si los flujos de capital están motivados principalmente por acontecimientos externos, sus economías se tornan extremadamente vulnerables a un repentino cambio de dirección de dichos flujos de capital (*Calvo, Leiderman y Reinhart 1994, p. 10-12*).

⁵¹ Si este no fuera el caso, habrían presiones de los acreedores del exterior que podrían generar dificultades a las economías domésticas que surge la posibilidad de impago de las obligaciones adquiridas. Entre las penalidades impuestas por los acreedores insatisfechos se tienen: tasas de interés altas, suspensión de nuevos créditos de mediano y largo plazos, la supresión de préstamos de corto plazo, apoyo a las exportaciones e importaciones, intentos de desbaratar el comercio internacional del país para alterar sus relaciones exteriores.

Las causas externas se relacionan con las políticas de los principales países desarrollados quienes pueden influir en la variación de las tasas de interés internacionales, lo cual puede provocar entradas ó salidas de capital hacia economías que tengan tasas de interés superiores o inferiores. Asimismo, el comportamiento del ciclo económico de los países desarrollados afecta la dirección de los flujos de capital, ya que el auge o recesión económica de éstos puede provocar alteraciones en las oportunidades de beneficios o pérdidas en los centros financieros internacionales, lo cual induciría a movimientos en los flujos de capital desde o hacia las economías de países en desarrollo.

Un factor que cabe señalar es que, derivado de la globalización económica la proporción de transacciones de carácter internacional ha aumentado, lo que también es un buen indicador de la exposición a influencias externas; ello debido a que los flujos internacionales de capital constituyen un mecanismo importante a través del que las fluctuaciones que se producen en los países industriales se transmiten a países en desarrollo.

Según *Akyüz (1991, p. 233)*, "de hecho, en muchos países la participación de las transacciones con características internacionales en el sector financiero es mucho mayor que la participación del comercio en el producto interno bruto".

En ese sentido, se ha determinado que para el caso de una economía pequeña y abierta la cuenta corriente se puede representar como una función creciente de la tasa de interés mundial, es decir, depende exclusivamente de factores externos, ya que una economía pequeña y abierta no influye en el ahorro mundial.

C. ENSAYOS SOBRE RELACIONES CON LOS FLUJOS DE CAPITAL

1. Diferencial de tasas de interés

Un modelo empírico de diferencial entre las tasas de interés internas y externas debe incluir variables que representen los controles⁶¹ existentes y el riesgo político, ya que en estudios econométricos se ha encontrado que los controles constituyen el principal componente explicable de los márgenes entre las tasas internas y externas. Las variaciones de los controles de los flujos de capital se pueden representar, en parte, por medio de variables ficticias $-p_t$ para los períodos que se desean modelar (Caramazza, Clinton, Côté y Longworth 1987, p. 280).

No obstante lo anterior, diversos ensayos teóricos determinan que entre las correlaciones de diversos componentes no puede inferirse claras conclusiones respecto al grado de movilidad del capital, en el sentido de que converjan las tasas de interés. La igualdad de tasas de interés no depende únicamente de la sustituibilidad internacional de activos, sino también de la formación de expectativas y de los factores que conducen al equilibrio en el mercado de bienes.

Debido a los diferentes factores que influyen en la movilidad de capitales, económicos como políticos, el poder explicativo de los modelos econométricos usados por diferentes autores y en diferentes países es muy bajo, ya que es un fenómeno episódico: *fenómeno temporal que no tiene una relación de largo plazo* que crea desviaciones de las variables fundamentales y por lo tanto, es intrínsecamente impredecible.

Sin embargo, con el conocimiento de la Teoría Económica de determinados resultados

⁶¹ Se advierte que las diferenciales entre las tasas de interés internas y externas se dan principalmente cuando las autoridades monetarias toman controles sobre las tasas de interés, requisitos de encaje, costos del seguro de depósito y sobre los movimientos de capitales y los controles de cambios.

de algunas variables claves y de algunos hechos ocurridos en cualquier ámbito, tanto de desequilibrios internos como externos, se puede observar las posibles causas y efectos de cierto movimiento en el flujo de capitales, principalmente en los de corto plazo⁷¹.

2. Fugas de capital

Si bien la fuga de capitales se identificó en el siglo XVII, no existe aún una definición única del término, ya que es muy difícil distinguir, tanto conceptualmente como empíricamente, las causas específicas de las variaciones en los flujos de capital, derivado de los distintos tipos de transacciones que han surgido en la actualidad.

Aunque no está bien definida la fuga de capitales, la razón principal es el temor a posibles pérdidas de capital por diversas causas, el temor de una devaluación, el riesgo de un impuesto o una expropiación de activos; son los factores que han determinado dichas fugas. Cabe señalar que las salidas especulativas de capital han sido consideradas como síntoma y fuente del problema de las fugas de capital, ya que los inversionistas de estos capitales son los primeros en detectar los problemas en las economías domésticas.

Por otra parte, cabe señalar que la medición de los flujos de capital mediante el saldo de la cuenta capital de la balanza de pagos es imprecisa, derivado de que incluye la cuenta *errores y omisiones*, la cual puede ser considerable en su magnitud. Además, los instrumentos y fuentes de información que proveen la balanza de pagos no son tan confiables, ya que se han encontrado indicios de operaciones disfrazadas mediante subfacturación y sobrefacturación.

En ese sentido, algunos indicadores para cuantificar las fugas de capital han sido:

⁷¹ Susan Charrette. Estudio Empírico de los Determinantes de la Fuga de Capitales. (Revista Monetaria del CEMLA, jul-sep 1993). Páginas 328 y 329.

observar el comportamiento de los depósitos en el extranjero del sector no bancario y otras medidas más sofisticadas que calculan indirectamente la fuga de capitales como la metodología de fuentes y usos de los recursos, en donde se consideran las diferencias entre las entradas de capital en forma de incrementos de la deuda externa y de inversión extranjera directa neta, los déficits de cuenta corriente y la variación de reservas de la autoridad monetaria. Desafortunadamente, aún contando con esos mecanismos, no ha sido factible estimar con precisión dichas fugas de capital (Alvarez y Guzmán 1987, p. 401-403).

Cabe señalar que, para el caso de Guatemala en el período 1977-1987, según tesis Díaz (1991, p.88) "*Algunos Métodos para Cuantificar la Fuga de Capitales*", se concluye que la fuga neta de capitales alcanzó un monto mínimo de US\$ 597.5 millones con el método de Morgan y un máximo de US\$ 791.4 millones con el método de Cuddington. Además, señala que del valor de las exportaciones se determinó como subfacturación un promedio anual del 7 y 3% del valor de las importaciones como sobrefacturación para dicho período.

3. El tipo de cambio real

Las discusiones en materia de política económica han incluido crecientes referencias con respecto a la estabilidad y al mantenimiento de un nivel del tipo de cambio real compatible con la estructura productiva en la economía doméstica, derivado de que las consecuencias de un incremento del flujo de capitales externos provoca una caída en la relación de precios -*precios de bienes transables/precios de bienes no transables*- y por lo consiguiente una asignación de recursos que favorece la producción de bienes no transables que pueden traer problemas

inflación. Esto, conlleva a lo que se conoce en la literatura económica como el mal holandés^{8/}; lo cual puede ocasionar distorsiones de largo plazo en la estructura productiva.

En ese contexto, grandes variaciones del tipo de cambio real implica mayor incertidumbre con respecto a los precios relativos, provocando riesgos mayores, horizontes de inversión más cortos, costos de ajuste más altos a medida que la producción se desplaza desde los sectores transables a los no transables y viceversa, e inestabilidad financiera a medida que las expectativas de variaciones en el tipo de cambio provocan mayor volatilidad en las tasas de interés. No obstante, cuando la apreciación del tipo de cambio real es debida a mejoras en la productividad no implica desajustes del mismo, ya que es diferente dicha apreciación cuando se debe a causas como políticas distorsionantes internas *-intervención cambiaria-*, que sí pueden tener efectos negativos sobre la productividad y el crecimiento.

Derivado de lo anterior, la transferencia de recursos de un sector económico a otro tendrá una repercusión en el desempleo, constituyendo un choque intersectorial, así como una mayor inflación interna que la externa provocando una revalorización de activos no comerciales y un aumento de las tasas de interés de corto plazo, lo cual propicia aún más la entrada de capital externo, pudiendo desembocar en un ciclo de sobreendeudamiento sino se acompaña por una política monetaria adecuada (*Albornoz y Bengolea 1985, p. 280*).

Otra de las consecuencias importantes de las abruptas oscilaciones de la dirección de los flujos de capital y de una mayor inestabilidad del tipo de cambio es que se incrementa el riesgo del prestatario; ya que la variaciones del tipo de cambio provocan considerable incertidumbre,

^{8/} Se presenta cuando una masiva e inesperada entrada de flujos de capital afecta la estructura productiva, de tal forma que al revertirse dichas entradas obliga a realizar ajustes que conllevan elevados costos económicos. Se le llamó el mal holandés en referencia a la caída de la competitividad de las exportaciones holandesas no petroleras al descubrir yacimientos de gas natural a principios de los años setenta y que los recursos se focalizaron en dicha actividad.

lo que aumenta con la participación del comercio exterior en la economía. Por eso, resulta irónico que el tipo de cambio éste cada vez más determinado por las fuerzas puramente financieras, desvinculadas del comercio y la inversión.

Resulta interesante observar que la inversión productiva aparece mejor correlacionada con la estabilidad del tipo de cambio real, mientras que lo contrario ocurre con los flujos de capital de corto plazo. Esto es consistente con la teoría económica en cuanto a que las decisiones de inversión de cartera están preponderantemente afectadas por la incertidumbre con respecto a los precios relativos, mientras que la productividad del capital depende, más bien, de la rentabilidad media del incremento en el producto *-productividad-* (Cavallo y Cottani 1980 p.57).

4. Los flujos de capital y la distribución del ingreso

La creciente preocupación por la escasez del ahorro mundial tiene sus bases en la caída de las tasas de ahorro en los Estados Unidos de América, Alemania, Japón y los principales exportadores de petróleo, para el primer quinquenio de la década de los años noventa. De esta cuenta, una reducida oferta de ahorro mundial debe de satisfacer la creciente demanda de recursos de inversión en los años noventa, de tal forma que, para muchos países en vías de desarrollo que desean apoyarse en recursos externos es necesario que para obtener capitales externos tengan tasas de interés atractivas.

En ese sentido, algunos autores determinan que la variación del nivel de ahorro y la sensibilidad a las tasas de interés entre países puede explicarse por el nivel de ingresos de cada país. En base a ello, según *Prebisch* el ahorro es insuficiente en países en desarrollo debido :

una desigualdad del ingreso, lo cual impide el ahorro en el estrato de bajos ingresos mientras que conduce al consumo y las importaciones superfluas en el estrato superior de la distribución del ingreso, de tal forma que, es necesario el control de la importación de capital extranjero mediante la supervisión de las corporaciones transnacionales; ya que un cambio sistemático y prolongado en los precios relativos y por tanto en los términos de intercambio entre los países en desarrollo y los desarrollados, como uno de los principales factores causantes de las corrientes de capital, alteran la reasignación del acervo de capital agudizando más la distribución del ingreso (*Von Furstenberg 1995, p. 606-619*) (véase *apendice A, aspectos doctrinarios e históricos del mercado internacional de capitales*).

II. POLÍTICA MACROECONÓMICA SOBRE LOS FLUJOS DE CAPITAL

A. DEL SISTEMA FINANCIERO

Los flujos de capital, por su propia naturaleza requieren de la operación del sistema financiero, debido a su vinculación con los mercados crediticios que financian proyectos con recursos externos, ya que a medida que los inversionistas se familiarizan más con las oportunidades de inversión en los países en desarrollo es posible mejorar la intermediación financiera y expandir el sector de bienes transables, derivado de una mayor liquidez (*Calvo, Leiderman y Reinhart 1994, p. 17*).

La importancia de los bancos dentro del sistema financiero se deriva de que son los principales emisores de medios de pago, principalmente mediante la captación de depósitos y el acceso a los mecanismos de crédito internacional.

De esa cuenta, es importante asegurar que el crédito que otorguen los bancos sea dirigido a prestatarios solventes, ya que durante períodos de grandes entradas de capital, el crecimiento del crédito por parte del sistema financiero tiende a filtrar la aprobación de créditos de proyectos más riesgosos.

En ese sentido, es vital la regulación y supervisión prudencial de las entidades financieras dentro de la política macroeconómica, con el objeto de limitar el riesgo que asuman éstas y establecer un orden macroeconómico para reducir la inestabilidad y las perturbaciones sistémicas. Si el sistema de regulación prudencial es débil, un ambiente macroeconómico inestable intensificaría el problema de riesgo moral en el sistema financiero^{9/}.

^{9/} Cuando el riesgo moral está presente, la inestabilidad macroeconómica incrementa el nerviosismo del endeudamiento con altas tasas de interés ya que las empresas necesitan llegar a su punto de equilibrio durante la maduración de la deuda, así como por aquellos que se encuentran cerca de la bancarrota, ya que al no tener capacidad para servir las obligaciones están forzados a endeudarse a altas tasas de interés exacerbando su capacidad de endeudamiento. De esta forma los bancos financian proyectos más riesgosos.

Un factor importante que cabe señalar dentro de la estructura del sistema financiero es la competencia imperfecta, ya que éste es un mercado oligopólico. Con esa estructura anterior para que los bancos asuman riesgos excesivos *-reduciendo su fortaleza patrimonial-* se basa en la libertad de pactar las tasas de interés en el mercado y en la reducción de restricciones en la actividad financiera. Los resultados son el incremento en la competencia entre las instituciones, lo cual conlleva a su vez un incremento en las tasas de interés y mayor asunción de riesgos por parte de las mismas *-mayor endeudamiento externo de largo plazo-*, conduciendo a que la probabilidad de quiebra de las instituciones financieras sea n

No obstante la importancia de la regulación y supervisión prudencial, los actuales procesos de liberalización financiera han restado autonomía a la política monetaria y cambiaria de las economías domésticas. Ello ha propiciado niveles preocupantes de inestabilidad en las variables macroeconómicas.

En tal situación, la regulación y supervisión prudencial debe ser complementaria con la política monetaria, para reducir el poder de mercado de las instituciones que crean y provocan perturbaciones. Cuando el movimiento de capitales es completamente libre en una economía y el sistema financiero es relativamente pequeño, la liberalización financiera vuelve más sensible a la economía doméstica a presiones originadas por expectativas de movimientos de los capitales externos, provocando altas y volátiles tasas de interés domésticas, lo cual puede derivarse significativamente del nivel de equilibrio de largo plazo (Giorgio 1991, p. 175-177).

El apareamiento de nuevos intermediarios financieros que se dedican a especular con instrumentos de corto plazo *-principalmente aquellos cotizados en bolsas de valores-*, lo que agudiza en el momento en que los bancos son desplazados como principales intermediarios.

financieros obligándolos a participar en actividades más riesgosas para poder competir en el mercado -como el negocio de los derivados en las bolsas de valores-; amerita dudar que con la liberalización financiera la regulación y supervisión prudencial tal vez no sea la panacea para impedir la inestabilidad financiera (Akyüz 1991, p. 286-288).

B. POLÍTICAS DE INTERVENCIÓN

La experiencia reciente indica que buena parte de los flujos internacionales de capital son volátiles y que sus fluctuaciones se deben tanto a circunstancias del país receptor, como a lo que sucede en el resto del mundo. Alteraciones drásticas del comportamiento de dichos flujos inciden de manera severa en los resultados de la política económica del país afectado. Por lo tanto, es necesario formular estrategias de política económica para dar respuesta adecuada al fenómeno en cuestión (Véase Apéndice B, la experiencia de otros países).

La política económica de un país, en cuanto a los flujos de capital, principalmente en relación a las entradas de capital, va a depender de la capacidad que tenga la economía de absorber elevados flujos de capital externos. Si las causas son por incrementos sostenibles en la productividad -políticas microeconómicas-, como ya se indicó, esto conduce a la economía a un nuevo equilibrio general y mejora la competitividad internacional de país, por lo que la política debe dirigirse a mejorar la capacidad de absorción de la economía. En este sentido, cabe señalar que según el estudio de Cáceres y Jiménez (1989-1990, p. 65-94) "La Capacidad de Absorción de Inversiones de los Países Centroamericanos" la región centroamericana presenta un deterioro en su capacidad de absorción en inversiones adicionales para el período 1977-1987, particularmente en los casos de Honduras, Nicaragua y Guatemala, por lo que es previsible que

en el futuro se continúe enfrentando dificultades para invertir los recursos externos actividades productivas.

Por otra parte, en contraposición con lo anterior, si las entradas de capital se deben a políticas macroeconómicas que desean mantener artificialmente la situación económica ó a causas externas^{10/}, la política económica deberá llevar acabo un proceso de estabilización concentrarse en la limitación de los flujos de capital de corto plazo (*Titelman y Uthoff 1995 p.16-17*).

Las justificaciones de la intervención se derivan de que las entradas de capital llevan consigo una apreciación del tipo de cambio real; los flujos de capital pueden no estar correctamente intermediados; la afluencia de capital de corto plazo se asocia más con la falta de credibilidad en la política económica, debido a que los agentes económicos dudan de que las medidas de liberalización comercial y financiera sean mantenidas^{11/}; y, la abrupta salida de los flujos puede crear problemas en la administración de pasivos en el sistema bancario conduciendo a una crisis financiera interna y posiblemente inducirá a una recesión económica.

En forma precisa, se puede considerar tres posibles niveles de intervención. El primero surge en el mercado cambiario, el segundo en el mercado monetario y el tercero, en el mercado de capitales.

^{10/} Tanto esas políticas internas como los factores externos, causan signos de recalentamiento en la economía, provocando que en el corto o mediano plazo se reviertan los flujos de capital, lo cual puede ocasionar caídas en el PIB y la inversión.

^{11/} Las expectativas de los agentes juegan un papel muy importante, en el sentido de que el déficit en cuenta corriente lo relacionan con una sobrevaluación de la moneda y no simplemente un exceso de inversión sobre el ahorro nacional.

1. Mercado cambiario

El propósito de intervenir en el mercado cambiario ante la afluencia de capitales es moderar las tendencias hacia la excesiva apreciación del tipo de cambio real, debido a que se daña la competitividad internacional del país, provocando un menor crecimiento en el *PIB*.

La determinación de la política cambiaria puede permitir que el tipo de cambio esperado sea una variable bajo el control de la autoridades económicas, por lo que las salidas y entradas de capital se pueden regular mediante la política monetaria.

Cuando el régimen cambiario es de tipo de cambio fijo, un persistente ingreso de capitales hace acumular reservas monetarias internacionales volviendo endógena la política monetaria, es decir el banco central tiene que comprar y/o vender cualquier cantidad de divisas, con lo que se desvía el objetivo del crecimiento de los agregados monetarios y por consiguiente se pierde control sobre la inflación^{12/}.

Ante dicha situación, se debe decidir si se esterilizarán o no los efectos de la acumulación de reservas en el mercado monetario, ya que si no se esterilizan parte de los recursos externos, principalmente ante una masiva afluencia de capitales, podría darse una expansión exorbitante en el crédito bancario sin el respectivo análisis de capital basado en el riesgo, lo cual debilita la solvencia del sistema bancario y podría generar una crisis financiera interna.

Por su parte, con un tipo de cambio libre la oferta monetaria y el crédito interno se vuelven exógenos con respecto a la afluencia de capitales, ya que desalientan los flujos de capital especulativos derivado de que los ajustes por los movimientos de capital se dan en el tipo de cambio. Bajo este esquema, el tipo de cambio se torna muy inestable, de tal manera que se

^{12/} Este problema se torna particularmente serio cuando los flujos de capitales son de corto plazo, ya que esto puede producir un comportamiento aleatorio de la oferta monetaria, lo cual genera incertidumbre e inestabilidad en el empleo y la producción doméstica.

emplea para equilibrar la balanza comercial, mientras que la política monetaria se utiliza para abatir la inflación por medio del control de los agregados monetarios. Sin embargo, aunq dicha inestabilidad desaliente los flujos de capital de corto plazo, también provoca insegurid en los agentes económicos para realizar las operaciones comerciales y financieras, lo q repercute negativamente en la economía doméstica; por lo que las autoridades monetarias diversos países generalmente intervienen en el mercado cambiario con un régimen de tipo cambio administrado *-flotación sucia-* (Calvo, Leiderman y Reinhart 1994, p. 11-12).

2. Mercado monetario

Habiendo descrito parte de las medidas monetarias en el punto anterior, cabe señalar q básicamente mediante la esterilización^{13/} se pretende aislar el mercado monetario interno de los flujos de capitales externos, principalmente los de corto plazo, con el fin de tener control sobre las metas de política económica y de demanda agregada.

Sin embargo, dicha política se convierte en un círculo vicioso, ya que al esterilizar parte de los flujos de capital se evita la reducción en las tasas de interés internas e incluso se incrementan aún más y las vuelve más variables, induciendo mayores ingresos de capital de corto plazo, lo cual provoca un mayor déficit en cuenta corriente con el agravante de una carga cuasifiscal.

^{13/} En términos amplios, incluye no sólo las operaciones de mercado abierto, sino otros medios que permiten limitar el crecimiento del crédito *-incremento en los requisitos de encaje, la restricción en las operaciones de redescuento, etc.-*.

3. Cuenta capital

La intervención en la cuenta capital de la balanza de pagos surge para hacerla más coherente con los objetivos de desarrollo de la economía doméstica. En este aspecto, la autoridad monetaria debe velar porque la apertura de la cuenta de capitales no se traduzca en un déficit en cuenta corriente que sea insostenible^{14/} en el mediano y largo plazos.

La discusión sobre si los controles^{15/} de capital restan eficiencia al mercado o no, es interminable. Estos conducen a una menor tasa de formación de capital y crecimiento económico, elevando el costo de las transacciones; afectando otro tipo de actividad relacionada y propician el surgimiento de mercados informales. Dichos controles resultan ineficientes principalmente si se utilizan como sustituto del control de cambios o del ajuste de la política monetaria para mantener una administración inadecuada del tipo de cambio. Sin embargo, estas intervenciones han contribuido a una menor volatilidad de los flujos de capital y gracias a ellas los responsables de la política económica pueden tener más tiempo para reaccionar y poner en práctica medidas coherentes.

Hay diversos ejemplos de la utilización de los controles a los flujos de capital. A principios de los setenta, cuando debido a la inestabilidad del dólar se dieron masivos flujos de capital de corto plazo hacia los mercados financieros de varios países de Europa, las autoridades monetarias de varios países tomaron medidas dirigidas a restringir dichas entradas, como

^{14/} Como no existen reglas precisas para establecer un nivel de la cuenta corriente como insostenible, ya que esto depende de las condiciones propias de cada economía, empíricamente se ha utilizado como "regla de dedo" el establecimiento de objetivos prudentes con respecto a los préstamos del exterior, en el sentido de que si el resultado de la relación obligaciones externas/exportaciones es mayor que 2 el déficit en cuenta corriente se considera insostenible. Otra forma dentro de este contexto, es si el déficit en cuenta corriente se sitúa por arriba de un 6% u 7% del PIB, aunque hay algunos autores que son más estrictos y consideran que preferiblemente no debe ser mayor del 3%.

^{15/} Entre los tipos de controles de capital tenemos: restricciones cuantitativas -*restricción de préstamos del exterior, participación en la propiedad nacional, etc.*-; diversos regímenes cambiarios; impuestos sobre la renta, sobre transacciones internacionales, de equiparación de intereses, etc.

consecuencia de su potencial desestabilización. Suiza por ejemplo, fijó tasas de interés negativas para los depósitos bancarios de los no residentes en esos años.

En ese orden de ideas, relacionándolo con lo incipiente e imperfecto del mercado financiero en países en desarrollo, se puede señalar que los controles de capital proporcionan un período de transición, en el cual se dispone de tiempo para ajustar la economía doméstica a un nuevo equilibrio, en donde prevalezca un ambiente de baja inflación y mayor competencia. Por lo tanto, es factible la combinación de algunos instrumentos directos e indirectos de política monetaria^{16/} para que ésta sea eficaz. Ello porque, lo pequeño de las economías y la poca competitividad en el sistema financiero permiten el uso de instrumentos directos derivado de que la economía se vuelve más vulnerable a las decisiones de los inversionistas cuando la cuenta de capital es totalmente libre.

Por otra parte, otros esquemas de regulación que le dan un carácter general a las intervenciones propiciando que los efectos negativos sean moderados son los controles a través de los precios, distintos de los controles cuantitativos pero que también atenuan los flujos de capital de corto plazo.

Según *Yilmaz Akyüz (1991, p. 287)* "un ejemplo de una medida de ese tipo lo constituye el impuesto de nivelación de interés que se utilizó antes de que se implantara la flotación del tipo de cambio. Otra medida que se podría tomar sería aplicar a los mercados de divisas el impuesto sobre transacciones financieras que había propuesto Keynes...".

^{16/} Los instrumentos directos son los encajes legales, regulación de las tasas de interés, tipo de cambio, controles de capital, etc.; y los indirectos las operaciones de mercado abierto y de redescuento.

Un impuesto de ese género también fue recomendado por *James Tobin (1978)* para todas las transacciones que involucraron conversiones de monedas, grabando estrictamente las transacciones financieras de corto plazo para orientar a los agentes económicos de la especulación hacia la inversión, ya que los impuestos a las transacciones afectan primeramente a los especuladores de corto plazo.

No obstante lo expuesto, cabe señalar que actualmente, instituciones internacionales como el Fondo Monetario Internacional están fomentando la liberalización de la cuenta capital mediante acciones más concretas en el ejercicio de la supervisión y la prestación de asistencia técnica, específicamente en el aspecto de políticas macroeconómicas combinadas con reformas al sector financiero. En tal sentido, se muestran escépticos frente a la posibilidad de encontrar controles eficaces que permitan reducir los flujos de capital especulativos.

Por su parte, los objetivos y códigos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico tratan sobre todo de liberalizar las transacciones relacionadas con los flujos de capital. La liberalización va más allá de que las transacciones financieras estén exentas de restricciones relativas al tipo de cambio, sino que también exigen que los flujos de capital no sean obstaculizados por medidas legales o administrativas.

En ese sentido, se insiste en que la liberalización de la cuenta capital no debe retardarse indefinidamente. Lo importante es supervisar esos flujos y no controlarlos, ya que de resultar efectivo los controles, éstos serán a corto plazo, en el sentido de que los agentes económicos encontrarán mecanismos para eludirlos. Sin embargo, cabe señalar que, aunque los países industrializados tengan mercados financieros desarrollados, también han recurrido, a veces, a la restricción de los movimientos de capital para resolver problemas de balanza de pagos.

C. POLÍTICA FISCAL

Es necesario que para contrarrestar los flujos de capital de corto plazo e incentivar la inversión extranjera directa, exista un equilibrio o incluso un superávit en las finanzas públicas ya que es difícil llevar a cabo otra política sino se tiene tal equilibrio. El saneamiento de las finanzas públicas debe ser estructural para que su efecto sea de mediano y largo plazos.

El ajuste fiscal permite reducir la demanda agregada, detener el proceso inflacionario y así evitar una apreciación real en la moneda a través de contrarrestar el efecto expansivo de una política de intervención cambiaria no esterilizada. Asimismo, deja de presionar sobre el incremento en la tasa de interés interna coadyuvando a atenuar las excesivas afluencias de capital de corto plazo.

Dependiendo de la forma como se realice el ajuste fiscal, existen consecuencias sobre la actividad económica. Si el ajuste se da vía la reducción en la demanda agregada sin adoptar políticas microeconómicas que afecten también la oferta agregada, el efecto negativo de la reducción en la demanda agregada, en el corto plazo, podría ser mayor que el efecto positivo de la competitividad externa vía la depreciación del tipo de cambio, de tal forma que se afecta la producción nacional. Además, habrían efectos negativos sobre las cuentas fiscales, ya que la depreciación del tipo de cambio incide en una menor recaudación fiscal y un incremento del servicio de la deuda.

Por último, cabe señalar que es conveniente que el saneamiento de las finanzas públicas se lleve a cabo antes de la liberalización financiera y comercial, ya que de lo contrario podría verse afectado adversamente el uso de los recursos del gobierno. Por ejemplo, el aminoramiento de los requisitos de encaje no remunerados y de los requisitos de inversión en valores gubernamentales.

junto con la remoción de otros controles financieros y mecanismos impositivos pueden conducir a incrementos en el déficit presupuestario del gobierno.

D. POLÍTICA COMERCIAL

Las decisiones de política comercial pueden afectar los precios internos, el valor y volumen de la producción interna y del comercio exterior, el consumo doméstico y el ingreso fiscal. Puede incidir en el proceso de asignación de recursos productivos, afectando indirectamente las variaciones del tipo de cambio real y así atenuar los efectos negativos de los flujos de capital de corto plazo.

Ante la permanencia de entradas de capital de corto plazo y para evitar la pérdida de competitividad externa, se pueden instrumentar medidas^{17/} cuyas características sean depreciar el tipo de cambio real, con el objeto de que la asignación de recursos se desplace de los bienes no transables a los transables, lo cual desbanece los efectos de la apreciación cambiaria real resultante del excedente de divisas.

Cabe señalar que la liberalización comercial debe llevarse a cabo antes de la apertura financiera, ya que la apertura financiera al inducir entradas de capital tiende a apreciar el tipo de cambio real, por lo que perjudica los procesos de ajuste del aparato productivo interno ante una apertura comercial posterior.

^{17/} Entre los instrumentos de política comercial sobresalen los aranceles a la importación o los subsidios a las exportaciones. Sin embargo, ante una globalización económica éstos van en contra de los procesos de liberalización del comercio, ya que se supone que reducen la eficiencia de la asignación de recursos en la economía mundial. No obstante, las condiciones propias de una economía podrán permitir el desarrollo de sectores exportadores estratégicos que favorezcan en gran medida a la economía -exportaciones no tradicionales-.

E. PARÁMETROS DE ALERTA ANTE LAS VARIACIONES DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

Dentro del sistema globalizado dominante, primeramente es preciso una política económica y financiera prudente para mitigar las presiones inflacionarias y mantener un nivel suficiente de reservas monetarias internacionales. Conjuntamente, supervisar el volumen y composición de los flujos de capital, seguir avanzando en la reforma del sistema financiero principalmente en cuanto a la reglamentación y supervisión prudenciales; ya que lo más importante es hacer frente a esas deficiencias antes de que los mercados obliguen a realizar los ajustes necesarios.

No obstante lo anterior, es importante determinar ciertas señales^{18/} que pueden servir de alerta en cuanto a la movilidad del capital de corto plazo, con el objeto de que las autoridades monetarias de los países en desarrollo les den seguimiento. Entre estos parámetros tenemos los siguientes:

- Los países con mercados emergentes deben vigilar cuidadosamente la gestión de la deuda privada y pública, evitando la acumulación de vencimientos a corto plazo, así como utilizar en exceso instrumentos indexados en dólares para captar recursos;
- Observar la persistencia a la apreciación del tipo de cambio real, principalmente si derivado del ingreso de capitales de corto plazo, lo cual reduce la confianza de los inversionistas foráneos y daña la competitividad externa;
- Reducción del ahorro interno, lo cual significa que el auge del consumo hace insostenible la credibilidad en la política cambiaria, así como la situación de la balanza de pagos generando un déficit en cuenta corriente insostenible;
- Entradas de capital por más de un 10% del PIB, ya que podría resultar difícil intermediar eficientemente dichos recursos, principalmente si el mayor componente de esos ingresos de capital son de corto plazo; y,

^{18/} Uri Dadush y Milan Brahmbhatt. Cómo prevenir el cambio de dirección de los flujos de capital. *Finanzas y Desarrollo*, diciembre 1995, Volumen 32, Número 4). Páginas 3-5.

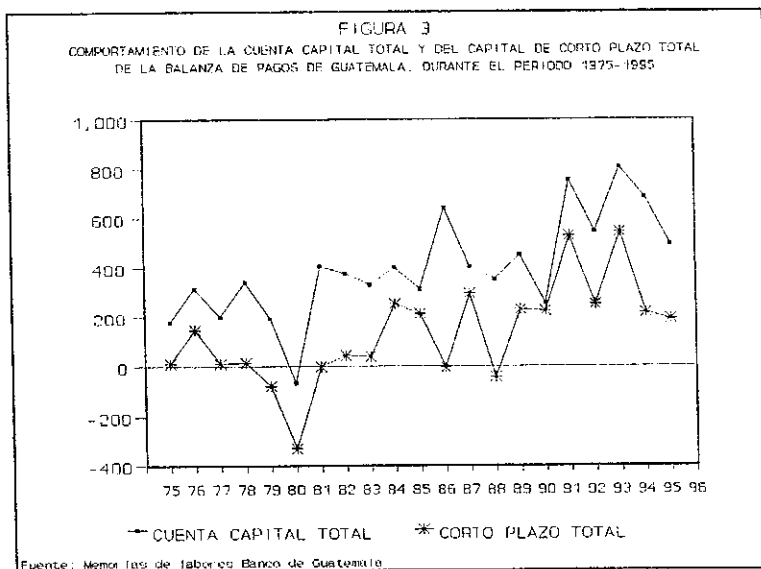
- Observar los flujos de capital con respecto a las expectativas de exportación, lo cual indica el futuro "servicio" de las obligaciones externas (*Schwartz, 1995, p. 918*).

Por otra parte, cabe señalar otros aspectos que no son de coyuntura, tales como la permanencia de altas tasas de interés, la sobrevaluación de la moneda y el lento crecimiento del producto, los cuales son más bien factores que indican un desequilibrio fundamental tardío y no un simple desequilibrio de corto plazo. En este caso, el objeto es crear un sólido círculo virtuoso que permita aumentar el ahorro, invertirlo con alta productividad económica y social y mejorar la competitividad externa de las economías domésticas. Por lo tanto, lo que se debe buscar es sostener el nivel de esos recursos el tiempo necesario para no generar problemas prematuros de balanza de pagos; asimismo, que su utilización sea socialmente eficiente; es decir, que se efectúe un mayor esfuerzo de ahorro interno destinado a ampliar la riqueza productiva y mejorar la inserción internacional de los países en desarrollo.

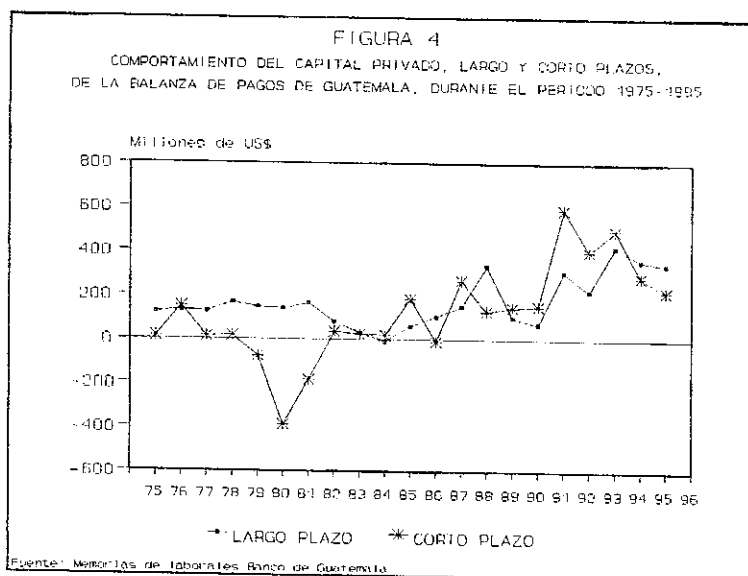
III. LOS FLUJOS DE CAPITAL DE CORTO PLAZO EN GUATEMALA

La política económica doméstica sobre el manejo de los flujos de capital no ha sido específica en cuanto al capital de corto plazo. Ésta se ha centrado en darle el mismo tratamiento al capital foráneo como a la inversión nacional, toda vez que el país no cuenta con una legislación especial sobre la inversión extranjera. Las medidas se han limitado a la política monetaria y cambiaria, principalmente a la primera en cuanto a una función estabilizadora de corto plazo, tanto en la fase de afluencias como de salidas de capital.

En la *figura 3* se observa el comportamiento de los flujos de capital de la balanza de pagos para el período 1975-1995, determinando que en la mayoría de los años éstos han sido positivos, no obstante el año 1980 en donde el capital de corto plazo influye drásticamente para que la cuenta capital total se muestre negativa.



Cabe señalar que el capital de corto plazo representa una parte considerable del capital total, de tal manera que incide en su comportamiento, evidenciándose su característica principal: la volatilidad. Dicha inestabilidad, se podría inferir que es derivado principalmente del capital privado de corto plazo, ya que éste es el que responde ante variaciones de las tasas de interés y factores extraeconómicos como la situación política, social y de seguridad. Para confirmar la volatilidad del capital de corto plazo, en la *figura 4* se observa el comportamiento de los flujos de capital privado, tanto de corto como el de largo plazos de la balanza de pagos para el mismo período.



Como se puede observar, el capital privado de largo plazo mostró un saldo superavitario durante el período, mientras que, el de corto plazo, con una mayor volatilidad, mostró un saldo

ficitario para los años 1979-81, 1984 y 1986. Asimismo, se observa que el nivel del capital privado de corto plazo, para algunos años, fue mayor al capital de largo plazo. Cabe destacar que para 1991 el capital privado de corto plazo alcanzó su mayor nivel de afluencia al país, con una tendencia decreciente para los siguientes años del período, pero con saldos superavitarios.

Las primeras medidas macroeconómicas en relación a los flujos de capital iniciaron con la implementación de controles cambiarios en 1982. El objeto era racionar las divisas mediante restricciones cuantitativas a la importación de bienes y servicios, lo cual provocó mayor inestabilidad en los flujos de capital y en la asignación de divisas propiciando una sobrevaluación del tipo de cambio. Posteriormente, se adoptó un régimen de tipos de cambio múltiples (1984), lo que significó costos adicionales para el banco central, derivado del subsidio de la demanda de divisas. De esa cuenta, en 1986, las medidas se enmarcaron en la simplificación y unificación gradual del tipo de cambio (Ley Transitoria del Régimen Cambiario, Decreto Número 22-86 del Congreso de la República).

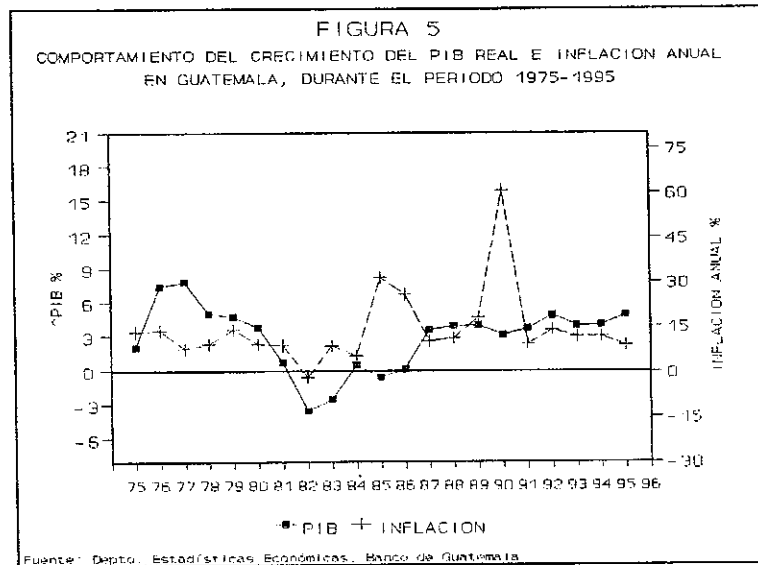
Todo lo anterior fue resultado de políticas expansivas, tanto monetaria como fiscal, provocando la persistencia del desequilibrio externo. En 1989 se obligó a la autoridad monetaria, como medida de apoyo al sector externo, a que liberalizara las tasas de interés para que fuera el mercado quien las determinara a fin de que fueran competitivas en el exterior para reducir la fuga de capitales. Asimismo, se liberó el mercado cambiario, para buscar el ajuste del desequilibrio externo vía el tipo de cambio.

No obstante los esfuerzos anteriores, no se corrigió el problema del sector externo, ya que persistía el desequilibrio macroeconómico que sustentaba las expectativas de devaluación e inflación. Con el fin de abatir las expectativas y estabilizar el tipo de cambio se establece en 1990

el mecanismo de subasta de divisas; sin embargo, los resultados esperados se alcanzaron al implementar ciertas medidas orientadas a corregir el desequilibrio fiscal y monetario, mediante la implementación en 1991 de un programa de estabilización, el cual fue principalmente de carácter monetario, mediante operaciones de mercado abierto por parte del banco central.

En síntesis, las medidas adoptadas por la autoridad monetaria a finales de la década de los ochenta y principios de los noventa se encaminaron como apoyo al sector externo a propiciar el ingreso de capitales. Entre esas medidas se pueden mencionar la liberalización del tipo de cambio, fijando bandas y la implementación del sistema de venta pública de divisas; la liberalización de las tasas de interés y la constitución de depósitos interbancarios en 1991; posteriormente en 1992, se autorizó a los bancos del sistema el pago de intereses en cuentas de depósitos monetarios y la reglamentación de algunas normas prudenciales con el objeto de reorientar la supervisión financiera hacia un enfoque preventivo; en septiembre de 1993 se aprobó la implementación del Programa de Modernización Financiera del Sistema Financiero Nacional. Todo ello, en conjunto, propició la mayor afluencia de capitales al país.

Cabe señalar que, durante el período analizado el ingreso de capitales ha propiciado un cierto crecimiento económico así como mayor monetización en la economía, dado que el banco central ha tenido la obligación de comprar y vender todas las divisas que ingresen al país, lo que ha inducido a la autoridad monetaria a tratar de eliminar las fuentes generadoras de monetización y a recoger excedentes de liquidez que pudieran generar presiones inflacionarias y en el tipo de cambio (*figura 5*).

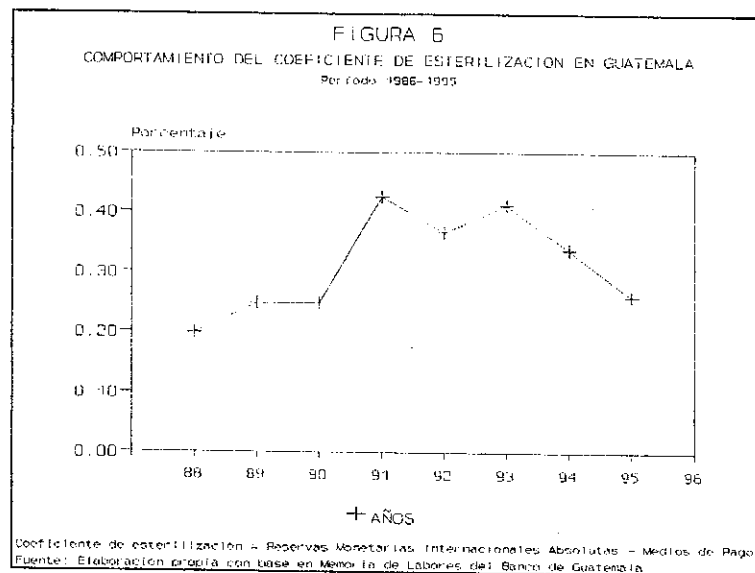


La política monetaria prácticamente ha sido restrictiva con la utilización de operaciones de mercado abierto y el uso del encaje legal, con el objeto de mantener la estabilidad de precios y del tipo de cambio, a costa de un moderado crecimiento económico del país. La adopción de dicha política permitió que en el período 1991-1995 la inflación se situara, en promedio, en alrededor del 12% anual y que se tuviera un crecimiento del *PIB* en términos reales, en promedio, de alrededor del 4% anual. Sin embargo, este control monetario se dificultó en el momento en que por el esfuerzo de esterilización requerido, por la magnitud de los desequilibrios macroeconómicos, provocó un aumento en las tasas de interés que al ser competitivas con el exterior estimuló mayores flujos de capital.

Para poder observar la importancia de la esterilización en la economía doméstica, el coeficiente *Reservas Monetarias Internacionales Absolutas ÷ Medios de Pago* determina el

grado de esterilización en la economía, ya que como tanto la intervención para la esterilización como la no esterilización deja al banco central con la misma cantidad de reservas, *ceteris paribus*, este coeficiente entonces, captura el grado en el cual el país esteriliza el flujo de capital total. Un coeficiente elevado implica una fuerte o activa esterilización, mientras que un bajo coeficiente señala un débil esfuerzo de esterilización.

En la *figura* siguiente se puede apreciar que en los años donde las operaciones de capital fueron elevadas, años entre 1991 y 1994 según *figura 3*, el coeficiente de esterilización muestra alto, entre 30% y 40%. Esa fuerte esterilización se derivada de la estabilización monetaria iniciada en 1991, por el repunte de la inflación en 1990.

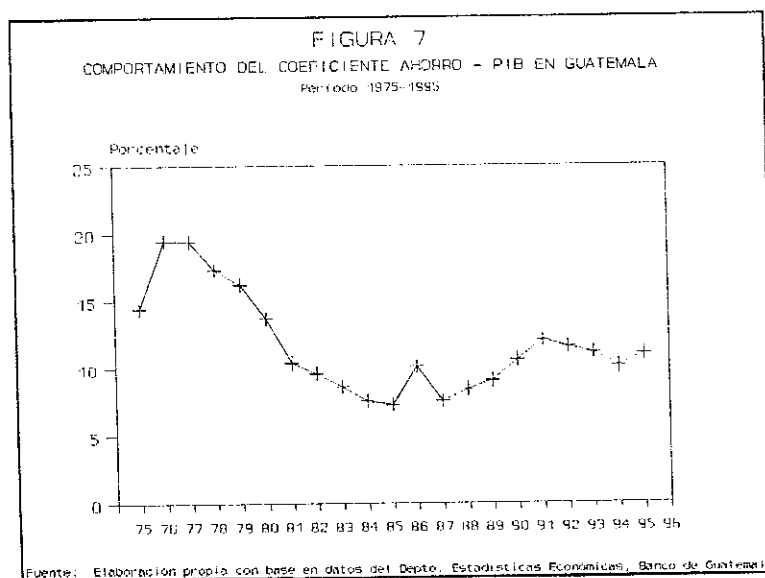


No obstante lo anterior, se observa que dicho coeficiente de esterilización se es reduciendo, derivado en parte, al menor ingreso de capitales en 1994 y 1995, y a los esfuerz

le una política fiscal más restrictiva; ya que actualmente, para no presionar al alza las tasas de interés domésticas la autoridad monetaria se ha limitado de efectuar operaciones de mercado abierto en los últimos años, lo cual en coordinación con el Ministerio de Finanzas Públicas se trata de que dichas operaciones se orienten más a mediano y largo plazos.

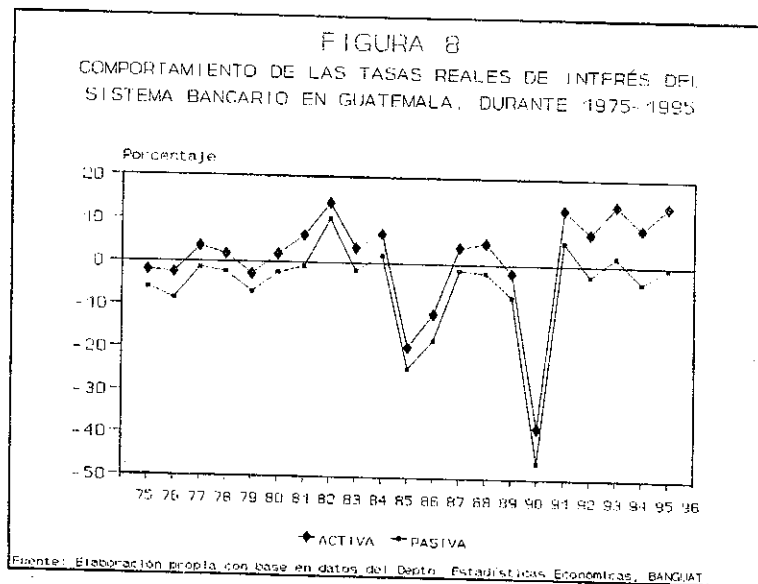
A. PRINCIPALES CAUSAS DE LA MOVILIDAD DEL CAPITAL DE CORTO PLAZO

Con el objeto de obtener un crecimiento económico moderado, las políticas económicas implementadas en el país han permitido la afluencia de capitales de tal forma que el crecimiento en la actividad económica también se ha financiado, en parte, por ahorro externo. Ello, derivado de que el ahorro interno (*coeficiente ahorro interno ÷ PIB*) no ha sido suficiente para financiar la inversión y por consiguiente la producción nacional (*figura 7*).

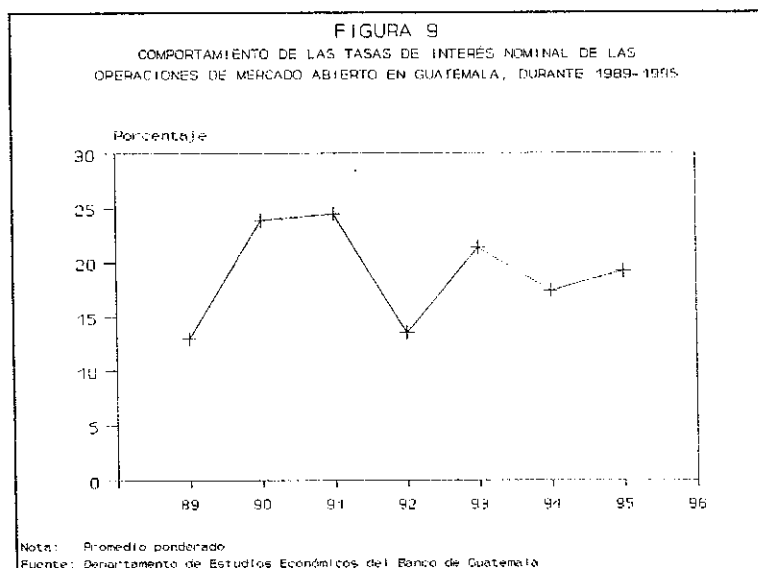


En efecto, dicho coeficiente muestra una drástica caída a partir de 1977 con niveles de recuperación en los años 1986 y 1991, sin alcanzar el mayor nivel observado en 1977. Ello obedeció, principalmente, a que el bajo ingreso disponible de la economía nacional y la desigualdad en la distribución del mismo, no permite aumentar la capacidad de ahorro interno. Además, los agentes económicos, específicamente la mayoría de empresas, reinvierten sus utilidades, por lo que no se genera mayor inversión productiva en el país.

Lo anterior se agrava al observar que la tasa de interés pasiva real del sistema bancario fue negativa en la mayoría de los años del período, lo cual desincentivó el ahorro interno. Además, a las altas tasas reales de interés activas, las cuales contrariamente a las pasivas fueron positivas en casi todos los años. Todo ello, redujo las posibilidades de una mayor intermediación financiera que permitiera incrementar la inversión productiva (figura 8).



Otro factor que motivó principalmente los flujos de capital de corto plazo hacia el país en los últimos años, fueron las altas tasas de interés nominales de las operaciones de mercado abierto con fines de estabilización monetaria y financiamiento del Estado -colocación de títulos valores públicos con vencimientos de muy corto plazo como Cdp's, Cenvacu y Certibonos- (figura 9).



1. Endeudamiento externo de residentes

Derivado de que el ahorro interno del país es bajo, que la estructura del aparato productivo nacional depende en gran parte de bienes y servicios importados para la generación de la actividad económica, así como de bienes de consumo para satisfacer los gustos y

preferencias de la población, es factible que los residentes recurran a obtener recursos exterr por diferentes vías.

El cuadro siguiente muestra lo relacionado con las tasas de interés activas *-préstamo* interna y externa, expresada la externa en una tasa de paridad^{19/} de tal forma que pue compararse con la interna.

CUADRO 1
TASAS DE INTERÉS INTERNAS, EXTERNAS Y DE PARIDAD
Y DEPRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL DURANTE 1981-1995

AÑOS	TASA LIBOR PRESTAMOS A 1 AÑO	DEPRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL	TASA DE PARIDAD	TASA ACTIVA INTERNA (PRÉSTAMOS)
1981	13.25	-	13.25	15.0
1982	11.79	-	11.79	12.0
1983	9.79	-	9.79	12.0
1984	9.65	-	9.65	12.0
1985	12.29	1.96	14.25	12.0
1986	10.83	42.70	53.53	14.0
1987	9.63	18.72	28.35	14.0
1988	8.75	11.34	20.09	16.0
1989	8.25	13.33	21.58	16.0
1990	7.56	33.87	41.44	22.6
1991	4.31	14.31	18.63	22.1
1992	4.06	2.90	6.96	21.2
1993	3.81	8.16	11.97	25.7
1994	7.75	2.08	9.83	20.2
1995	5.44	0.86	6.30	22.5

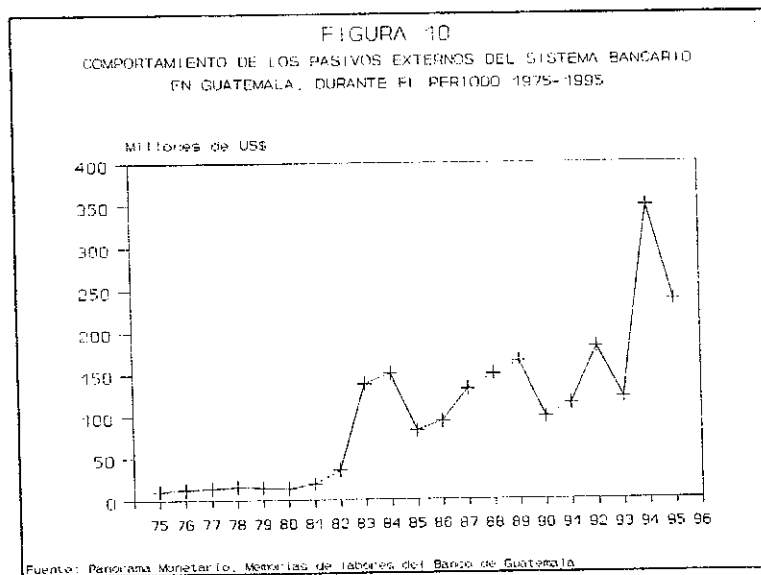
Fuente: Estadísticas financieras internacionales FMI y memorias de labores Banco de Guatemala.

Se asume que, derivado de que la tasa interna fue mayor que la de paridad en l períodos 1981-1984 y 1991-1995, ingresaron flujos de capital mediante préstamos del exteri a residentes. Lo anterior obedeció, en parte, a que para el período 81-84 el tipo de cambio e

^{19/} La tasa de paridad se calculó sumándole a la tasa externa la depreciación del tipo de cambio.

ijo y para el período 91-95 la depreciación nominal del tipo de cambio fue menor que la observada en el período 85-90. Adicionalmente a ello, la tasa de interés externa, mostró durante el período en cuestión una tendencia hacia la baja, excepto en 1994 y 1995.

En ese contexto, cabe señalar que, mecanismos de endeudamiento como las líneas de crédito de corto plazo^{20/} han sido contratadas principalmente por el sistema bancario nacional en los últimos años. En la figura siguiente se observa el comportamiento de los pasivos externos de los bancos del sistema, lo cual denota claramente la mayor asunción de riesgos por parte de los mismos al acumular vencimientos a corto plazo, principalmente mediante la contratación de líneas de crédito a plazos menores o iguales a un año.



^{20/} Los recursos se destinan básicamente para producir bienes no transables y capital de trabajo. Sin embargo, los podrían utilizar para especular arbitrando entre bajas tasas de préstamos externas y altas tasas de interés de títulos valores domésticos.

Lo anterior puede explicarse, en parte, porque en ciertos períodos ha sido más endeudarse con instituciones del exterior que con las del interior, dada la alta tasa de activa que ha mantenido el sistema bancario nacional, así como por el bajo riesgo cambiario se ha observado en los últimos años como resultado de la estabilidad macroeconómica de

Cabe destacar que, el hecho de que los bancos que operan en el país hayan sido de crédito por parte de bancos extranjeros se debe al desempeño de la solvencia positiva de la clase de garantías que han ofrecido; así lo demuestran las resoluciones de la autoridad monetaria al autorizar las líneas de crédito.

Sin embargo, lo anterior no exime que el desempeño futuro de los bancos del sistema pueda caer en insolvencia, por lo que debe dársele importancia al incremento de los pasivos externos de los bancos del sistema, ya que tomando en cuenta que la liquidez y solvencia del sistema financiero es condición necesaria para la estabilidad macroeconómica, debe tenerse presente la mayor asunción de riesgos cambiarios de éstos, ya que podrían tener desequilibrio entre pasivos y activos poniendo en peligro la estabilidad financiera mediante la insolvencia bancaria.

Cabe señalar que si se llegará a gestar una desaceleración económica en el país combinada con un proceso inesperado de depreciación del tipo de cambio, se podría debilitarse la fortaleza patrimonial del sistema bancario nacional -por el alto endeudamiento externo- repercutiendo en posibles quiebras de algunos bancos y efectos de contagio que pondría en riesgo al sistema, precipitando una crisis financiera interna similar como la que sufrió México a finales de 1994.

2. Diferencial de tasas de interés pasivas de corto plazo

Otro de los aspectos que se puede analizar es el arbitraje entre tasas de interés internas y externas, como por ejemplo, entre la tasa de las operaciones de mercado abierto -*OMA's*-, que en determinados períodos han sido más altas que la tasa pasiva del sistema bancario y de tasas activas y pasivas del resto del mundo. Se tomó como base las tasas de interés para plazos^{21/} de tres meses, tanto domésticas como del resto del mundo.

El cuadro siguiente presenta dichas tasas expresando la tasa externa como una tasa de paridad.

CUADRO 2
TASAS DE INTERÉS DE CORTO PLAZO, DE PARIDAD
Y DEPRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL

ANOS	TASA DE INTERÉS DE CORTO PLAZO 3 MESES*	DEPRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL	TASA DE PARIDAD	TASA INTERNA DE INTERÉS DE OMA's A 91 DÍAS
1989	8.6	13.33	21.93	13.00
1990	9.4	33.87	43.27	23.84
1991	8.6	14.31	22.91	24.47
1992	7.8	2.90	10.70	13.53
1993	6.5	8.16	14.66	21.35
1994	7.1	2.08	9.18	17.40
1995	6.9	0.86	7.76	19.20

* Corresponde a la tasa de interés de los instrumentos siguientes: Certificados de depósito a tres meses en mercados en Estados Unidos de América; certificados de depósitos en Japón; depósitos interbancarios a tres meses en Alemania, Francia y Reino Unido; Bonos del Tesoro a tres meses en Italia; y, Documento preferencial corporativo a tres meses en Canadá.

Fuente: Estadísticas financieras internacionales, FMI e información de la Sección de Programación Financiera del Departamento de Estudios Económicos del Banco de Guatemala.

^{21/} En ese sentido, el plazo en las tasas de interés no pudo ser más corto ya que las tasas de interés para otros plazos y principalmente para plazos menores no eran atractivas. Para el caso nacional un menor plazo significa mayores costos de transacción para los inversionistas y por ende menor rendimiento, aunado a que las tasas eran más bajas.

El plazo en las tasas de interés se consideró tomando en cuenta la falta de infraestructura moderna que el país tiene en comunicaciones, el riesgo país para las inversiones extranjeras y, la falta de una legislación sobre la inversión extranjera, lo cual, en conjunto genera inseguridad jurídica provocando que el horizonte de los inversionistas se acorte.

El período inicia en 1989 debido a que en ese año se optó por que las tasas de interés internas se pactaran libremente en el mercado doméstico y se comenzó a realizar operaciones de mercado abierto con mayor frecuencia.

Como se observa en el cuadro anterior, durante el período 1991-1995 la tasa de interés de las operaciones de mercado abierto fue mayor que la tasa de paridad, lo cual demuestra, en parte, la afluencia de capitales de corto plazo hacia el país, registrándose en ese período un monto de US\$ 1,731.9 millones.

B. PRINCIPALES EFECTOS DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

Es importante mencionar que la existencia de un déficit en cuenta corriente no se vuelve problemático si éste es financiado con recursos externos los cuales fueran asignados eficientemente en actividades que generen, además de altos rendimientos, las divisas necesarias para servir los compromisos adquiridos. En el largo plazo se coadyuvaría a que en el país mejore la productividad, y por lo tanto su competitividad externa, para impulsar un mayor crecimiento.

Lo anterior significa que, el mayor componente del déficit en cuenta corriente lo debe constituir las importaciones de aquellos bienes y servicios que impliquen transferencia

^{22/} Según informe de *The Economist Intelligence Unit (EIU)* para 1995 se situó en la clasificación "D" de alto riesgo, con 65 puntos

tecnología *-bienes de capital-*, con el objeto de obtener una diversificación de productos de exportación que aseguren la solvencia en el pago de esos flujos de capital y en el largo plazo, un equilibrio en el sector externo.

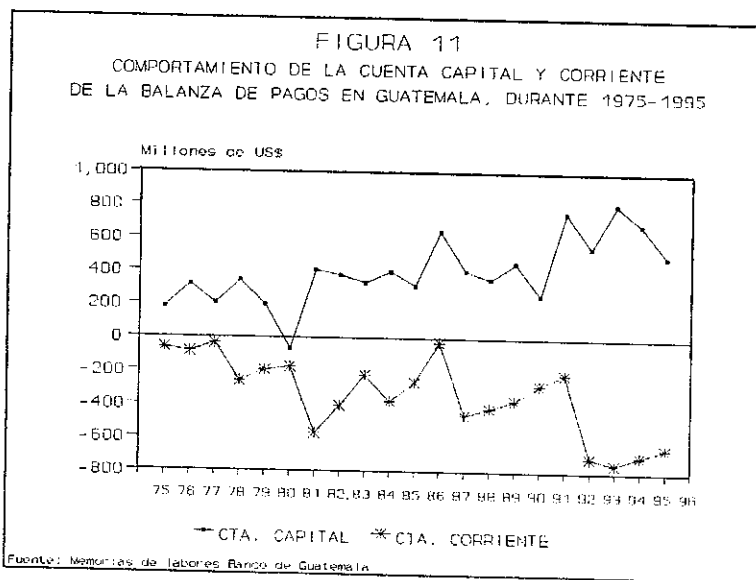
No obstante lo anterior, como se describió en capítulos precedentes, en la práctica las afluencias de capitales con frecuencia están acompañadas de presiones inflacionarias, apreciación del tipo de cambio real y deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Además, también pueden generar burbujas especulativas en el mercado de valores, por el exceso de liquidez y conducir a una inmoderada expansión del crédito interno, haciendo peligrar la estabilidad del sistema financiero.

1. Déficit en cuenta corriente

Como se indicó en párrafos precedentes, en la *figura 11* se observa que la balanza de pagos durante el período 1975-1995 reflejó superávits en la cuenta capital total, excepto 1980, y una tendencia creciente del déficit en cuenta corriente.

Ello es derivado, en parte, por la implementación de políticas económicas, principalmente en la década de los ochenta, que apoyaron la expansión del gasto público mediante la contratación de financiamiento externo, así como de medidas cambiarias que mantenían un sistema de tipo de cambio fijo, al principio, y múltiple después, para subsidiar importaciones y el pago de intereses de la deuda externa conjuntamente con la deuda comercial; lo que conjuntamente agravó el déficit en cuenta corriente.



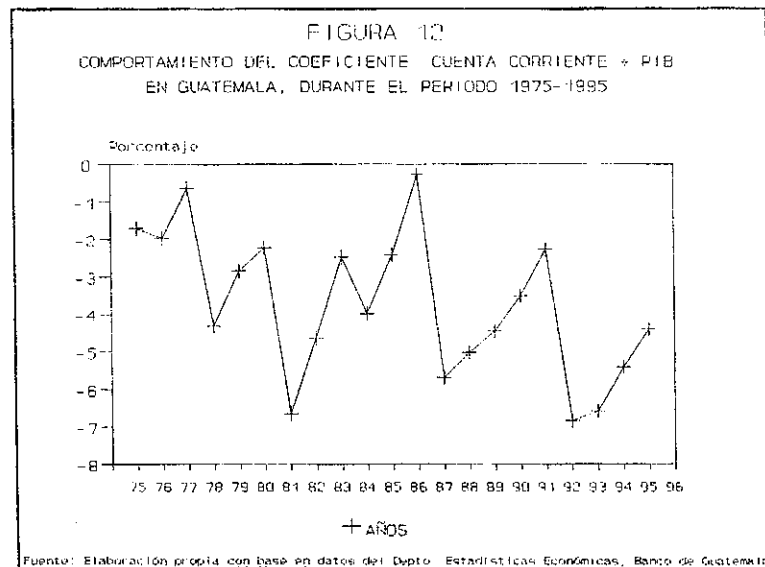


Las medidas de liberalización financiera a finales de los ochenta y principios noventa propiciaron una mayor apertura de la cuenta capital aumentando los flujos de capital como se puede observar en la cuenta capital de la balanza de pagos para el período 1995, alcanzando para 1993 el mayor nivel de US\$ 806.7 millones. Las afluencias de capital provocaron que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se incrementara sustancialmente, pasando de US\$ 214.2 millones en 1991 a US\$712.5 millones en 1993, alcanzando el mayor nivel de US\$749.8 millones en 1993.

Dicho déficit se conformó principalmente por importaciones de bienes y servicios intermedios y de consumo, ya que al analizar la estructura de las importaciones, se observa en promedio durante el período 1975-1995 solamente alrededor del 20% son bienes de capital. La mayor parte se ubica en el rubro de materias primas y bienes y servicios intern

necesarios para la producción nacional en alrededor del 60%; y, 20% en bienes de consumo (*Anexo*), lo cual indica que dicho déficit en cuenta corriente de balanza de pagos es de tipo estructural y que es difícil reducirlo sin castigar el crecimiento de la economía nacional, tomando en cuenta la tradicional concentración de las exportaciones en tan sólo unos productos -*café, azúcar y banano*-.

En la *figura 12* se observa que el déficit en cuenta corriente pesa cada vez más sobre el *PIB*. Cabe resaltar que el coeficiente cuenta corriente/*PIB* para los años 1981 y 1992 llegó a significar casi un 7 por ciento; no obstante, hay que señalar que, dicho déficit en cuenta corriente ha sido financiable mediante flujos de capital positivos para la mayoría de los años del período analizado. Sin embargo, se observa cierta inestabilidad en dichos flujos lo que pondría generar problemas a la economía nacional.



Bajo ese contexto, se pone en peligro la forma de pago de los recursos externos si llegará a establecer políticas que se apoyen principalmente en el capital foráneo, y que dichos recursos solamente se destinaren a satisfacer la demanda agregada mediante la importación de bienes de consumo e intermedios, sin un cambio estructural en la oferta agregada nacional cuanto a la diversificación de las exportaciones, principalmente de productos no tradicionales.

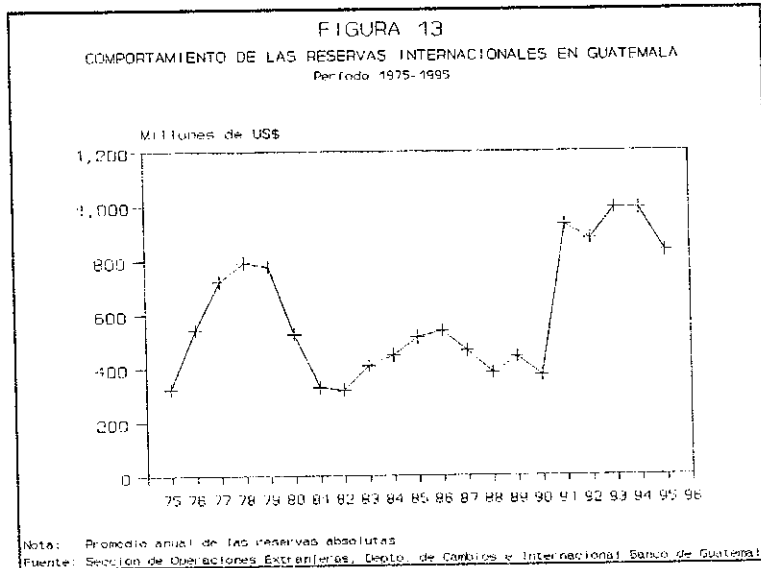
2. Reservas Monetarias Internacionales -*RMI*-

Hay que considerar que, entre otros factores, las afluencias de capitales permitieron al país obtener cierto crecimiento económico. Los flujos de capital hacia el país financiaron el déficit en cuenta corriente e incluso han significado incrementos en las reservas monetarias internacionales absolutas -*RMI*-, las cuales pasaron de US\$ 322.9 millones en 1975 a US\$ 832.1 millones en 1995.

En la gráfica siguiente, se observa que a partir de 1980 las *RMI* muestran una tendencia hacia la baja, al pasar de US\$ 776.5 millones en 1979 a US\$ 371.3 millones en 1990, derivada principalmente, de la existencia de factores internos en la década de los ochenta como el mantenimiento de la paridad de la moneda ante la existencia de un desequilibrio estructural en la balanza de pagos, así como una política de tasas de interés con límites máximos que provocó un desequilibrio macroeconómico.

Todo ello, implicó, entre otros, una salida de capitales con la consecuente pérdida de *RMI* y un deterioro en la posición externa del país. En promedio durante 1975-1980 las *RMI* fueron de US\$ 614.2 millones, no obstante que para el período 1981-1990 éstas se situaron en US\$ 418.7 millones, en promedio. Las Reservas Monetarias Internacionales absolutas para

período 1991-1995, en promedio fueron de US\$929.7 millones, alcanzando su mayor nivel en 1993 de US\$990.5 millones y mostrando una tendencia decreciente a partir de 1994.



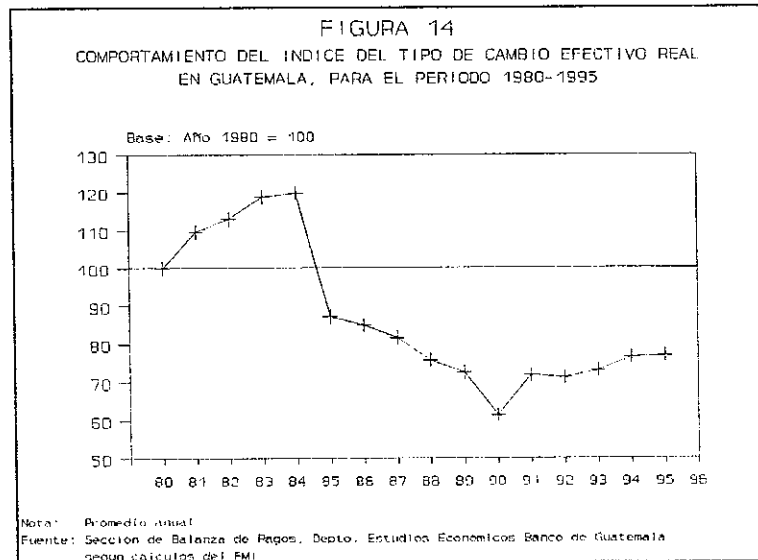
3. El tipo de cambio real

La relación del tipo de cambio real con los flujos de capital se da en el sentido de que cuando hay ingresos de capital éste tiende a apreciarse y se deprecia cuando salen capitales. En el caso de que el sistema de tipo de cambio fuera perfectamente libre el tipo de cambio real se ajustaría a los movimientos de capital y tendería a su valor de equilibrio en el largo plazo, dependiendo principalmente de factores como la productividad en los bienes transables de una economía.

Cuando existen distorsiones en el mercado cambiario ya sea fijando o administrando el tipo de cambio; el tipo de cambio real también se ve afectado, *ceteris paribus*, principalmente por los flujos de capital, tomando en cuenta que si persistiere una salida de capitales el tipo de cambio real tenderá a depreciarse favoreciendo la competitividad de las exportaciones y desalentando las importaciones de bienes y servicios; y viceversa.

Al analizar el caso nacional, se utilizó como referencia el tipo de cambio efectivo calculado para Guatemala por el Fondo Monetario Internacional, el cual no sólo toma en cuenta los precios internos y externos como para el cálculo del tipo de cambio real teórico, sino que se construye a partir de una canasta ponderada de distintas monedas, tomando en cuenta las ponderaciones en el comercio exterior con los principales socios comerciales. Se tomó como referencia dicho tipo de cambio por la facilidad de obtener la información sobre el mismo, a pesar del obstáculo lo innecesario que sería el tratar de cuantificarlo por la dificultad de conseguir los datos que sirven de base para construirlo.

Cómo se observa en la *figura* siguiente, el tipo de cambio efectivo real para Guatemala se muestra depreciado en los años en los cuales se dieron fuga de capitales en el país, (*1980-1982*), lo que se muestra *-mayor que 100%*. Es importante resaltar que en dicho período el tipo de cambio nominal fue fijo, favoreciendo de cierta manera la competitividad externa de las exportaciones y desalentando las importaciones por lo que se puede asociar con una reducción en el déficit en cuenta corriente.



No obstante lo anterior, a partir de 1985 a la fecha, en donde se han dado diversas modalidades de sistema de tipo de cambio manteniendo en los últimos años un sistema de tipo de cambio administrado *-flotación sucia-*, el tipo de cambio efectivo real muestra una persistente tendencia a mantenerse apreciado *-menor que 100%-*, principalmente por la afluencia de capitales, desestimulando las exportaciones específicamente de aquellos productos no tradicionales, coadyuvando a mantener un déficit en cuenta corriente alto y a acumular reservas monetarias internacionales.

Cabe señalar que aunque el tipo de cambio real no ha constituido un objetivo del banco central, la autoridad monetaria ha intervenido en el momento en que el tipo de cambio nominal tiende a apreciarse o depreciarse, mediante la compra o venta de divisas, con lo cual indirectamente ha afectado el tipo de cambio real. La intervención esterilizadora mediante

operaciones de mercado abierto ha moderado las tendencias inflacionistas; sin embargo, no sido de la magnitud suficiente para aislar totalmente el mercado monetario interno de la afluencia de capitales, por lo que el tipo de cambio real se ha mantenido con cierta apreciación, lo que aunado a que la inflación interna ha sido mayor que la externa, ha incidido en una menor competitividad externa del país.

C. ANÁLISIS ECONÓMICO DEL CAPITAL DE CORTO PLAZO EN GUATEMALA (PERÍODO 1991-1995)

Ensayos econométricos de diferentes autores determinan que en la práctica resulta difícil relacionar todos los aspectos que influyen en el movimiento del capital de corto plazo. Para unidad de análisis en este caso, la información disponible no es lo suficiente, aunado a que el país no es tan sensible como las economías emergentes latinoamericanas; derivado de que el mercado doméstico no está totalmente integrado a los principales mercados financieros internacionales.

1. Aspecto teórico y metodológico

En este apartado se analiza, los factores más relevantes que la Teoría Económica resalta en cuanto a la correlación existente en los movimientos de los flujos de capital de corto plazo del resto del mundo con la economía doméstica. El objeto es determinar una relación causalidad y no un modelo de proyección, derivado de que no reúne las condiciones de largo plazo y por lo tanto no se puede especificar un modelo de corto plazo con esas condiciones que sirva de pronóstico. En este sentido, la especificación supone una economía pequeña semiabierta, sin controles cambiarios rigurosos, más que la intervención esporádica del banco

central a fin estabilizar el tipo de cambio. El nexo de compatibilidad entre la tasa de interés interna y externa se expresa así:

$$i = i^* + d + c + r \quad (5)$$

En donde:

- i = Tasa de interés interna nominal;
- i^* = Tasa de interés externa nominal;
- d = Tasa esperada de depreciación;
- c = Porcentaje con respecto a los costos de transacción; y,
- r = Tasa riesgo país.

Esta expresión supone que si la tasa de interés interna nominal es mayor a la expresión del lado derecho entrarán recursos externos, y viceversa. Cabe señalar que este planteamiento teórico, en la práctica, resulta muy difícil de desarrollar, dado la falta de series estadísticas o lo costoso de elaborar algunas, tal es el caso para cuantificar el riesgo país. Dicha situación condujo a utilizar solamente la información disponible o a ajustar las cifras y buscar sustitutos *-proxis-* que podrían ayudar a una mejor estimación.

Las cifras tabuladas aparecen como anexo, dentro de las cuales tenemos el capital de corto plazo, tasas de interés externa de Londres y Estados Unidos, tasas de interés de las operaciones de mercado abierto en el país. Se presentan datos del tipo de cambio bancario así como la variación interanual al mes anterior del mismo.

Para efectos de comparación, se homogenizaron las cifras estadísticas, principalmente en cuanto a los plazos de las tasas de interés, sobre instrumentos similares, determinando que las tasas de interés a plazo de tres meses han resultado más altas que las demás y considerando que

en cuanto a países pequeños y con cierto riesgo país, el horizonte de inversión para inversionistas es corto.

Hay que señalar que se utilizó tasas de interés en términos nominales por ser consistente con la actitud de los inversionistas a corto plazo; quienes necesariamente requieren la conversión de monedas, tanto al inicio, al convertir los dólares a quetzales, como al fin al convertir los quetzales a dólares. En ese sentido, les interesa la variación futura del tipo de cambio y la inflación interna.

A partir de 1992 se ajustó la tasa de interés nominal interna, en el sentido de que se dedujo el 10% por concepto del impuesto sobre la renta el cual se deduce de los intereses devengados. En relación a la tasa de interés externa, ésta se ajustó, adicionándole, los costos de transacción.

Se considero conveniente utilizar como variable sustituta de los costos de transacción una comisión de 0.5% que representa a un inversionista el costo de invertir en el país, básicamente en el mercado bursátil -comisión-. Asimismo, se utilizó una variable proxy de riesgo país la cual se elaboró con base a la referencia de clasificación "D" de alto riesgo del país, o sea C, suponiendo una escala hasta la unidad igual a la clasificación "E" de mayor riesgo (*Siglo 18 dic/95*).

Se usaron datos mensuales del capital de corto plazo más el resultado neto de la repatriación de capitales y las inversiones y depósitos de residentes en el exterior. Dichos datos fueron obtenidos de la balanza cambiaria mensual de la Sección de Estadísticas Cambiarias del Departamento de Estadísticas Económicas del Banco de Guatemala.

Cabe aclarar que se utilizó la balanza cambiaria derivado de que para la determinación del modelo era necesario tener datos de muy corto plazo, derivado de que la balanza de pagos se presenta oficialmente con cifras anuales. La periodicidad más corta que se encontró fue mensual.

Asimismo, el adicionar el resultado neto de la repatriación de capital y las inversiones y depósitos de residentes en el exterior se debió a que éstos responden de la misma forma que el propio capital de corto plazo. Se pudo constatar que cuando estuvieron altas las tasas de interés internas de las operaciones de mercado abierto las repatriaciones de capital aumentaron significativamente y cuando las condiciones fueron adversas, tanto tasas de interés bajas como factores políticos -*crisis política en mayo de 1993*-, las repatriaciones de capital bajaron y las inversiones y depósitos de residentes en el exterior mostraron incrementos considerables.

Se utilizó el tipo de cambio bancario, debido a que es más factible para los inversionistas foráneos obtener información de esa variable mediante el sistema financiero. En cuanto a la depreciación del tipo de cambio, se asumió que la tasa esperada de depreciación del tipo de cambio es igual a la tasa de depreciación registrada en el período corriente, de tal manera que ésta puede representarse como una caminata aleatoria con drift^{23/}; ello porque, la información que pudiera aproximarse a una devaluación esperada por los agentes económicos se puede obtener solamente en los contratos de futuro de divisas en la bolsa de valores, los cuales se han venido realizando con mayor continuidad a partir de 1995, de tal forma que se tendría información parcial con el inconveniente de contar con pocas observaciones; y además, se tendría que comprobar que dichos contratos a futuro son un buen predictor del tipo de cambio

^{23/} Significa que la variable experimenta un comportamiento aleatorio, no obstante que tenga una trayectoria definida.

corriente (López 1996, p. 41).

Con base en lo expuesto, la regresión de los flujos de capital de corto plazo se corrió la siguiente forma:

$$kto = \beta_0 + \beta_1^{(+)}tin + \beta_2^{(-)}tus + \beta_3^{(-)}dbm + \beta_4^{(+)}kto_{t-3} + \alpha$$

En esta regresión, los flujos de capital, integrados por el capital de corto plazo más repatriaciones de capital y los depósitos de residentes en el exterior, se explican básicamente por las tasas de interés nominal, tanto interna(*tin*) como externa(*tus*); por la variación mensual esperada del tipo de cambio interanual(*dbm*); la variable dependiente rezaga en tres períodos (*kto_{t-3}*) y, por una variable aleatoria^{24/}(α), la cual recoge la causalidad de otras variables.

La relación positiva esperada entre los flujos netos del capital de corto plazo y la tasa de interés interna determina que a mayor tasa se obtendría mayor afluencia de capital. En cuanto al signo esperado en la tasa de interés externa y en la depreciación observada del tipo de cambio, obedece a que a mayor tasa de interés externa que interna habrá salida de capitales; y, si percibe una depreciación del tipo de cambio también habrá salida de capitales para evitar una pérdida cambiaria.

El signo esperado de la variable dependiente como variable explicativa con tres períodos de rezago determina la relación positiva al observar los niveles de los flujos de capital de corto plazo en períodos anteriores; es decir, el efecto total de un cambio en dicha variable explicativa

^{24/} Una variable aleatoria o estocástica es aquella que puede tomar cualquier conjunto de valores positivos o negativos, con una probabilidad dada. El término aleatorio es sinónimo de estocástico, que a su vez es sinónimo de probabilidad (Gujarati, 1990).

no se produce en un mismo período. Esto confirma la consistencia dinámica del modelo en el sentido de que es un modelo de corto plazo, en donde se indaga, principalmente, los factores que inciden en los flujos de capital de corto plazo.

2. Resultados

Los resultados de la regresión fueron los siguientes:

$$k_{t0} = 8.3t_{in} - 27.1t_{us} - 1.5dbm + 0.6k_{t0,t-3}$$

(2.2) (6.4) (0.7) (0.11)

$$R^2 = 0.8159 \quad R^{2a} = 0.806 \quad D.W. = 2.12 \quad H = -1.1$$

Los números entre paréntesis son las respectivas desviaciones standard, resultando por consiguiente los estadísticos *t-student* a un nivel de confianza del 95% estadísticamente significativos para todas las variables: 3.77, -4.24, -2.17 y 5.66; respectivamente *mayores de 2 desviaciones standard*-. Dicha regresión se hizo sin constante, derivado de que ésta resulto no significativa. Adicionalmente, cabe señalar que no presenta problemas de autocorrelación, ya que al calcular el *estadístico h de Durbin*, éste se situó en el rango de certidumbre $-1.645 < -1.1 < 1.645$ con un 95% de confianza.

Como puede observarse, según el $R^{2a} = 0.806$, las variables independientes explican en conjunto el 80% de la variación de la variable dependiente, lo cual confirma que la especificación de la regresión econométrica para Guatemala es congruente con lo que la Teoría Económica determina en relación a los flujos de capital de corto plazo.

Los resultados econométricos determinan que los signos obtenidos de la regresión esperados. Cabe señalar que el estadístico *t-student* más alto fue el de la variable con tres períodos de rezago, lo cual determina la consistencia de un modelo de corto plazo. Quiere decir que, si los inversionistas foráneos observan que ha habido ingresos de corto plazo podría inferirse que existe alto rendimiento y estabilidad macroeconómica; podría inducir mayores ingresos de capital; no obstante que, si se percibieran salidas en períodos anteriores sería irregular que en el futuro ingresaran nuevos capitales de corto plazo más bien, podría propiciar una aguda salida de los mismos.

Adicionalmente, cabe señalar que, derivado de que la oscilación del tiempo de corto plazo invertido en el país, oscila entre los tres y doce meses, esto ha ayudado a que los efectos se hayan dado en forma escalonada. Este escalonamiento ayuda a explicar por qué los efectos persisten durante varios períodos. También ayuda el hecho de que los flujos de corto plazo, apoyan a los sectores exportador e importador, y los de mediano y largo plazo, apoyan a los sectores exportador e importador, y los de mediano y largo plazo, cualquiera otros sectores de la economía, con efectos a mediano y largo plazos.

D. PERSPECTIVAS PARA LA ECONOMÍA GUATEMALTECA

Derivado del Acuerdo de Paz firmado el 29 de diciembre de 1996, existe la expectativa de que ingresen capitales externos al país como apoyo de la comunidad internacional - de US\$1,387.3 millones-, tanto préstamos como donaciones, principalmente de mediano y largo plazos, los que servirán para financiar los proyectos del Programa de Paz, como la reforma y desmovilización, desarrollo humano integral, desarrollo productivo sostenido, fortalecimiento y modernización del Estado.

También se espera que se incrementen las inversiones privadas del exterior, en respuesta a la mejora en el clima de inversiones del mismo derivado de las señales positivas por el Acuerdo de Paz^{25/}. Estos recursos externos incrementarían los fondos prestables en la economía doméstica coadyuvando a la baja en las tasas de interés y en el mediano plazo, a un mayor crecimiento económico.

Un aspecto muy importante que cabe señalar es la promulgación de la Ley Decreto Número 34-96 "*Ley del Mercado de Valores y Mercancías*", vigente a partir del 23 de diciembre de 1996, y del Acuerdo Gubernativo Número 557-97, del 23 de julio de 1997, "*Reglamento del Registro del Mercado de Valores y Mercancías*", con lo que se establece el marco jurídico del mercado de valores, bursátil y extrabursátil, de las personas que en tales mercados actúan, de la calificación de valores, etc. y, las normas para el desarrollo transparente, eficiente y dinámico del mercado de valores. En este sentido, se esperaría transformar el mercado de valores en una de las principales fuentes de financiamiento a la acumulación de capital, mediante la creación de nuevos instrumentos de inversión y la revisión de los mecanismos que hagan más transparente su funcionamiento, principalmente para los inversionistas internacionales.

Los posibles efectos negativos que se esperarían derivado tanto del comportamiento que han tenido los flujos de capital de corto plazo en el país como la afluencia de capitales por el Acuerdo de Paz, se pueden resumir en los aspectos siguientes: mayor déficit en cuenta corriente, porque parte de esos recursos para la paz se utilizarán para importar bienes y servicios para la provisión de la infraestructura básica del país; mayor apreciación del tipo de cambio real,

^{25/} En este aspecto, cabe señalar la calificación de Ba2 a los títulos de deuda a largo plazo y en divisas de Guatemala, asignada por una de las compañías más grandes del mundo que califica el riesgo país, *Moody's*. Asimismo, *Moody's* otorgó la denominación de Ba3 al techo soberano de Guatemala en cuanto a depósitos bancarios en divisas. Las calificaciones reflejan la mejora de las perspectivas macroeconómicas de Guatemala, así como los efectos positivos de los acuerdos de paz. (*Siglo XXI, 9/7/97*).

afectando la competitividad externa de la economía doméstica; y, que, esos nuevos capitales complementarían el ahorro interno, más bien lo podrían sustituir limitando el crecimiento de la economía, así como el pago de la mayor asunción de deuda externa derivado de las influencias del capital externo, tal como se ha observado históricamente en el país.

Lo anterior podría ser contrarestatado en cierta medida si la canalización de los recursos provenientes del exterior para apoyar el proceso de paz se realiza en forma eficiente, ya que esto permitiría que los intermediarios financieros de acuerdo a las garantías que ofrezcan ganen la confianza del inversionista extranjero y puedan continuar obteniendo financiamiento a largo plazo en el exterior mediante la contratación o renovación de líneas de crédito.

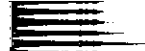
En ese sentido, el Estado debe prever mecanismos para que esa afluencia de capitales no tenga efectos negativos en la economía doméstica, como incrementos acelerados en el nivel de inflación y la generación de actividades financieras especulativas que pongan en riesgo los objetivos del plan de gobierno. En efecto, por parte del gobierno se tiene en cuenta la colocación de bonos en el exterior; la desincorporación de activos del Estado para pagar la deuda interna; el saneamiento de las finanzas públicas y el fortalecimiento de la política monetaria como una adecuada combinación de las mismas; y, continuar con ese proceso de reformas estructurales.

En el área monetaria se tiene la emisión y colocación de instrumentos de estabilidad expresados en dólares de los Estados Unidos de América, el canje de certificados de depósitos a largo plazo en quetzales por certificados de depósitos a largo plazo en dólares y el sostenimiento de políticas de esterilización de liquidez mediante operaciones de mercado abierto, encaje bancario e inversión obligatoria.

Otros elementos que coadyuvarían a reducir el impacto de los flujos de capital, principalmente de corto plazo, es la aprobación de las reformas a la Ley Monetaria en lo relativo a la desconcentración de divisas y de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala en lo concerniente a los encajes bancarios, por parte del Congreso de la República.

Lo comentado en párrafos anteriores, resume los factores decisivos que podrían minimizar los efectos potenciales que dichos flujos de capital generarían a la economía doméstica. De esa cuenta, se espera que estos flujos complementen el ahorro interno y aumenten la competitividad del país en forma sostenible para consolidar las condiciones económicas estables que favorezcan los objetivos de desarrollo económico-social y la paz.

Finalmente, cabe señalar que dentro de ese contexto juega un papel muy importante las expectativas de los agentes económicos domésticos, en cuanto a la credibilidad respecto a las políticas económica y social propuestas por las autoridades respectivas del gobierno de turno. En este sentido, el comportamiento de los agentes económicos sobre el futuro de las variables macroeconómicas, específicamente el tipo de cambio, la inflación y las tasas de interés, influirá en las decisiones macroeconómicas de ahorro, consumo e inversión. Por lo tanto, para que exista esta credibilidad es fundamental limitar la discrecionalidad en la toma de decisiones económicas de las autoridades de gobierno, para lo cual se requiere de un marco jurídico que garantice reglas claras y estables.



Vertical line of text or markings on the left side of the page.

Small mark or text at the bottom center of the page.

IV. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

A. CONCLUSIONES GENERALES

1. En el contexto de una economía abierta, donde los flujos de capital de corto plazo obtienen su mayor expresión, el inferir si las variaciones en los flujos de capital son transitorias o permanentes, no es una tarea trivial, ya que el determinar si sus efectos son graduales o de choque es muy difícil.

El incremento en las entradas de capital en la mayoría de los países ha estado acompañado -en algunos casos- de un resurgimiento del crecimiento económico y acumulación de reservas internacionales, aunque hay que resaltar que no siempre repercuten positivamente en la economía, ya que traen consigo una serie de consecuencias no sólo por la entrada de capitales, sino principalmente por una abrupta salida de los mismos; lo que en definitiva propicia niveles de desestabilización no deseables.

2. El tipo de política económica a implementar, va a depender de la capacidad que tenga la economía doméstica de absorber las entradas de capital o frenar una abrupta salida de los mismos, dependiente si las causas que motivan esos cambios son internas o externas. Los instrumentos de política han de permitir a las autoridades guardar un balance adecuado entre los beneficios y los costos de regular y supervisar la entrada de capitales y sus efectos. Los beneficios surgen por la necesidad de aislar los mercados de dinero y cambiarios de los movimientos de capitales internacionales especulativos de corto plazo; de garantizar la administración de la política monetaria, cuando los objetivos de la política cambiaria y crediticia se vean amenazados; de evitar que se drene la moneda nacional hacia los mercados internacionales en situaciones de oferta limitada de financiamiento externo, y de equiparar el costo de los créditos extranjeros para evitar un endeudamiento excesivo del sector privado y el surgimiento de burbujas desestabilizadoras.

Ante el proceso de globalización hay que tomar en cuenta los siguientes aspectos de política económica:

- Un sistema financiero sólido y con una eficiente intermediación financiera
- La apertura financiera debe ser ex post a la liberalización comercial, y éstas deben realizarse posteriormente al saneamiento fiscal.
- Para la eficiencia de la política monetaria, la autoridad monetaria debe tener la discreción de utilizar la combinación de instrumentos directos e indirectos, ya que las economías en desarrollo se vuelven más vulnerables a las decisiones de los inversionistas cuando la cuenta de capital es totalmente libre.

3. Es necesario tener presente que la problemática del financiamiento en los países en desarrollo permite cuestionar que más allá de una crisis de liquidez de corto plazo en los países en desarrollo, existe una crisis estructural debido a la transnacionalización del capital y a la posición de éstos países con respecto al sistema económico mundial prevaleciente en la actualidad. Entonces, las modificaciones a los sistemas en los países en desarrollo mediante la modificación ad hoc de las leyes normativas, se dan por el movimiento histórico del sistema económico mundial; el cual en su fase de globalización es eventualmente inevitable. En este entorno envolvente, es importante que el ahorro externo complemente -y no sustituya- el esfuerzo de ahorro interno.

B. CONCLUSIONES PARA EL CASO NACIONAL

1. Se observaron saldos superavitarios en la cuenta de capital de la balanza de pagos en la mayoría de los años del período analizado 1975-1995. El capital privado de largo plazo ha tomado mayor importancia en los últimos años, el país presenta una alta concentración en algunos productos tradicionales de exportación y en productos intermedios y de consumo de importación; un agudo déficit en cuenta corriente que ha llegado a situarse en casi un 7% del PIB para algunos años y que su tendencia es a mantenerse alto; un tipo de cambio real apreciado; y, un coeficiente de ahorro interno bajo.

El coeficiente ahorro interno/PIB no se incrementó con la afluencia de capitales, lo cual implica que las entradas de capital no se han canalizado para incrementar la inversión productiva interna, sino que se han empleado para compensar el insuficiente ahorro interno. Dichos capitales se utilizaron principalmente para la importación de bienes intermedios y de consumo, lo cual agravó el déficit en cuenta corriente.

3. Factores a favor de la estabilidad monetaria son la aceptación de los bancos nacionales como sujetos de crédito por parte de inversionistas extranjeros, derivado del desempeño de la solvencia positiva y de la clase de garantías que ofrecieron los mismos y, en el futuro próximo la estabilización monetaria a través de operaciones de mercado abierto en dólares y los recursos externos que apoyarán el proceso de paz en el país.
4. Al relacionar económicamente los movimientos en los flujos de capital de corto plazo en el país con las tasas de interés internas y externas, mediante una regresión lineal, incluyendo en el capital de corto plazo las repatriaciones y las inversiones en el exterior, los resultados son consistentes con la teoría económica.
5. Los factores que propiciaron a que se mantuvieran altas las tasas de interés se pueden resumir en la existencia estructural de déficits fiscales, derivado de que el gobierno ha tenido que colocar deuda interna para su financiamiento mediante títulos valores, así como la participación del banco central mediante operaciones de mercado abierto, el encaje bancario y la inversión obligatoria, con el fin de estabilización monetaria.
6. No es posible mantener el ahorro externo como fuente principal de financiamiento aunque ello no significa eliminarlo, desalentarlo o ignorarlo. Para este problema latente, no existen recetas simples, carentes de efectos desfavorables que permitan a los bancos centrales de países en desarrollo responder con eficacia al desafío que significa la internacionalización de los mercados financieros; ya que resulta muy difícil implementar, simultáneamente, políticas económicas referente a la libre entrada de capitales, tener un

régimen cambiario que impida tanto la apreciación real como el desarrollo de un en cuenta corriente y abstenerse de realizar operaciones de esterilización por intervenir en el mercado; suponiendo que las contradicciones que todo esto puede ser solucionadas únicamente mediante un superávit en las finanzas públicas.

C. RECOMENDACIONES

No obstante las conclusiones anteriores, las recomendaciones siguientes pueden ser argumentos básicos ante la problemática de una economía cada vez más abierta a la globalización financiera.

1. Las autoridades monetarias deben decidir la política económica sobre la base de cuatro grandes objetivos: mantener flujos estables de entrada de capitales; sustener un tipo de cambio que incentive adecuadamente la competitividad internacional como de la economía; asegurar la estabilidad de los agregados monetarios y de los precios; promover el ahorro, cuidando que el ahorro externo no desestime el interno, en forma que pueda ser canalizado hacia la inversión en sectores productivos que fortalezcan la competitividad de la economía. Esto último, porque aumentar el ahorro interno es una de las soluciones macroeconómicas a las entradas excesivas de capital, mediante programas de ahorro forzoso como los fondos de pensiones u otros planes de ahorro.

En este sentido, el sostenimiento a largo plazo de las corrientes de capital, mantener la estabilidad de la economía y un ambiente propicio para los inversores para crear las condiciones de crecimiento de la economía, principalmente mediante el desarrollo del sector exportador y aprovechar simultáneamente la transferencia de tecnología.

2. Es condición necesaria pero no suficiente, el adoptar una política económica y financiera prudente, en cuanto a aminorar las presiones inflacionarias y mantener un nivel suficiente de reservas monetarias internacionales, así como la eliminación de déficits fiscales, lo cual coadyuvará a que el sector privado busque los mecanismos

incrementar su productividad. El saneamiento de las finanzas públicas debe ser estructural para que su efecto sea de mediano y largo plazos, es decir, el ajuste de las finanzas públicas no sólo debe incluir la reducción en la demanda agregada, políticas contractivas en el área fiscal y monetaria que han provocado caídas en la inversión pública y privada, sino que debe combinarse con la implementación de políticas microeconómicas que afecten también la oferta agregada de la economía para coadyuvar a un crecimiento económico y social de mediano y largo plazos.

Lo anterior permitirá poder supervisar el volumen y composición de los flujos de capital, dentro de ciertos parámetros que autores académicos reconocen es importante darles seguimiento:

- El saldo en la cuenta capital no debe ser mayor que un 10% del PIB;
- El componente de los flujos de capital de capital debe ser de más largo plazo que de corto plazo;
- Mantener un nivel suficiente de reservas monetarias internacionales, por lo menos para cuatro meses de importación;
- La relación obligaciones externas/exportaciones no debe ser mayor de 2;
- El coeficiente cuenta corriente/PIB no debe ser mayor de 6%, y en forma más estricta no mayor de 3%; y,
- La capitalización de los bancos del sistema debe ser capaz de resistir las más agudas fluctuaciones de las tasas de interés reales y la aparición de deuda incobrable.



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. Akyüz, Yilmaz. Liberalización Financiera: Cuestiones Esenciales. Boletín del CEMLA sep-oct, 1993.
2. Akyüz, Yilmaz. Inestabilidad e Incertidumbre en los Mercados Financieros Internacionales. Boletín del CEMLA, nov-dic 1991.
3. Albornoz, Hugo y Manuel Bengolea. Flujos de Capital Externos, Nivel de Actividad y Política Monetaria. Revista Monetaria del CEMLA, Vol. VIII, No. 3, jul-sep, 1985.
4. Alvarez, Gutierrez Jesús y Javier Guzmán Clafell. Las Fugas de Capital en México: Un Análisis Crítico de los Planteamientos Recientes. Revista Monetaria del CEMLA, Vol. XI, No. 4, oct-dic, 1988.
5. Aparicio, Hipólito G. Indicadores Monetarios para Análisis de Coyuntura. Consejo Monetario Centroamericano, Secretaria Ejecutiva, San José de Costa Rica, agosto de 1993.
6. Banco de Pagos Internacionales. Política y Flujos de Capital en los Mercados Emergentes. Boletín del CEMLA, sep-oct 1995.
7. Cáceres, Luis René y Frederick Jiménez. La Capacidad de Absorción de Inversiones de los Países Centroamericanos. Revista de la Integración y el Desarrollo de Centroamérica, Banco Centroamericano de Integración Económica, No. 45-46, julio-diciembre 1989/enero-junio 1990.
8. Calvo, Guillermo A., Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart. El Problema de las Entradas de Capital. Boletín del CEMLA, ene-feb 1994.
9. Calvo, Guillermo A. Movilidad de Capitales: Orientaciones para la Política Económica. Revista Banca Central No. 19, octubre/diciembre, Banco de Guatemala, Guatemala 1993.
10. Cambiaso, Jorge E. Sintomas del Mal Holándes por la Vía de la Cuenta de Capital. Revista Monetaria del CEMLA, Vol. XVI, No. 1, enero-marzo de 1993.
11. Canitrot Adolfo. El tipo de cambio como instrumento de política comercial. Boletín del CEMLA, may-jun 1994.
12. Caramazza, Francesco, Kevin Clinton, Agathe Côté y David Longworth. Movilidad Internacional del Capital y Sustituibilidad de Activos: Teoría y Testimonios de los Recientes Cambios Estructurales. Revista Monetaria del CEMLA, Vol. X, No. 3, Julio-septiembre 1987.

13. Cavallo, Domingo y Joaquín Cottani. Crecimiento, Inversión, Productividad del y Tipo de Cambio Real: La Experiencia de los Países en Desarrollo. Rev Economía, Vol. I, No. 3, Banco Central de Uruguay, 1987.
14. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos CEMLA, Inter-American Development Bank y la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (Restauración de los Flujos Financieros a la América Latina. Primera edición, 1992.
15. Chacholiades, Miltiades. Economía Internacional. Segunda edición, México, Mc Hill interamericana de México, S. A. de C. V., 1992.
16. Charrette, Susan. Estudio Empírico de los Determinantes de la Fuga de Capital Revista Monetaria del CEMLA, Vol. XVI, No. 3, jul-sep 1993.
17. Claessens, Stijn y Sudarshan Gooptu. Pueden los Países en Desarrollo conseguir entrar Capital Extranjero. Revista Finanzas y Desarrollo, septiembre 1993.
18. Cole, Julio H. Elementos de Econometría Aplicada. Universidad Francisco Marr IDEA, Guatemala, 1992.
19. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y el Programa Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD). Ahorro y Formación de Capital en América Latina: Experiencias Latinoamericanas: Argentina, Brasil, Chile, El Salvador, México. E preparada por Carlos Massad y Nicolás Eyzaguirre, Proyecto Regional Financiero del Desarrollo. Colección Estudios Políticos y Sociales, primera edición, Argentina 1990.
20. Dadush, Uri y Milan Brahmhatt. Cómo Prevenir el Cambio de Dirección de los Flujos de Capital. Revista Finanzas y Desarrollo, Volumen 32, Número 4, diciembre de 1993.
21. Dornbusch, Rudi. Impuestos Sobre los Pagos Extrafronterizos y Otras Medidas Vinculadas con la Cuenta de Capital. Estudios de Cuestiones Monetarias y Financieras Internacionales para el Grupo de los Veinticuatro, Informe para el Grupo de los Veinticuatro, 1995.
22. Díaz Castellanos, Guillermo Osvaldo. Algunos Métodos para Cuantificar la Fuga de Capitales: El caso de Guatemala en el período 1977-1987. Universidad de San Carlos de Guatemala, Facultad de Ciencias Económicas, tesis, abril de 1991.
23. El Mercado de Valores. Revista. La Experiencia Mexicana sobre las Entradas de Capital. No.3, marzo de 1995.
24. El Mercado de Valores. Revista. La Evolución de la Inversión Extranjera Directa en México en 1994. No. 4, abril de 1995.

25. El Mercado de Valores. Revista. Integración Financiera y TLC. No. 7, julio de 1995.
26. Galindo, P. Luis Miguel. La Hipótesis de Fisher en la Economía Mexicana. 1985-90. Revista Monetaria del CEMLA, Vol. XVIII, No. 2, abril-junio de 1995.
27. Giorgio, Luis A. Banca Central y Estabilidad del Sistema Financiero. Boletín del CEMLA, jul-ago 1991.
28. Giorgio, Luis A. Causas y Efectos de la Crisis Financiera Mexicana. Revista Banca Central No. 26, julio/septiembre, Banco de Guatemala, Guatemala 1995.
29. González Salán, Max Sergio y Aníbal García Ortíz. Aspectos Conceptuales del Déficit Cuasifiscal. Banco de Guatemala, Departamento de Investigaciones Económicas, Documento de Trabajo, marzo de 1995.
30. Gujarati, Damodar N. Econometría. McGraw-Hill Interamericana de México, S. A. de C. V. segunda edición, México, 1992.
31. Guzmán Calafell, Javier. Políticas Monetaria y Cambiaria ante Ingresos Elevados de Capitales Externos: El caso Mexicano. Revista Monetaria del CEMLA, ene-mar 1993.
32. Hopenhayn, Benjamín. Movimientos de Capital y Financiamiento Externo. Revista de la Cepal 55, abril 1995.
33. Ibarra Benítez, Roberto. Metodología y análisis de la balanza de pagos. CEMLA, primera edición, México, 1988.
34. Kane, Sara. La Integración de los Mercados Mundiales de Capital: La Experiencia de México. Boletín del FMI, abril de 1995.
35. Krugman, Paul R. & Maurice Obstfeld. Economía Internacional, Teoría y Política. Tercera edición, México, Mc Graw Hill interamericana de México, S. A. de C. V., 1995.
36. Macedo Cintra, Marcos Antonio. Represión financiera y patrón de financiamiento latinoamericano. Revista de la CEPAL, número 53, agosto de 1994.
37. López Toledo, Sergio Javier. Principales determinantes de la tasa de interés en Guatemala (Un estudio macroeconómico). Tesis. Universidad Rafael Landívar, Facultad de Ciencias Económicas, Guatemala, Julio 1996.
38. Ocampo, José Antonio y Roberto Steiner. Los Capitales Extranjeros en las Economías Latinoamericanas. Documento de Trabajo, Departamento de Desarrollo Económico y Social, Banco Interamericano de Desarrollo, Serie de Documentos de Trabajo 157, junio de 1993.

39. Recinos, Sergio Francisco. Un Análisis de los Determinantes de la Cuenta Corriente de Guatemala, Período 1973-89. Revista Banca Central, No. 9, abril/junio, Banco de Guatemala, Guatemala 1991.
40. Reisen, Helmut. Efectos de las Corrientes de Capital sobre la Base Monetaria. Revista de la CEPAL 51, diciembre 1993.
41. Rosende R., Francisco. Política Monetaria y Movimiento de Capitales en Guatemala. Cuadernos de Economía, Año 33, No. 98, abril de 1996.
42. Sachs, Jeffrey D. y Felipe Larraín B. Macroeconomía en la Economía Global. Primera edición, México, Prentice Hall Hispanoamericana, S. A., 1994.
43. Santiago, Rolando. Desmanes de la Política Monetaria. Artículo publicado en el Suplemento Económico y Financiero, Diario La Hora, 25 de enero de 1996.
44. Schadler, Susan. ¿Son las grandes afluencias repentinas de capital una bendición o una maldición?. Revista Finanzas y Desarrollo, Volumen 31, Número 1, marzo 1994.
45. Schwartz, Moises J. Los Mercados Emergentes y el Desafío del Capital Extranjero. Revista Comercio Exterior, Vol. 45, No. 12, diciembre 1995.
46. Shome y Stotsky. Efectos de los Impuestos sobre las Transacciones Financieras. Boletín, diciembre de 1995.
47. Siglo XXI. Sección de Economía, Guatemala mejora en su calificación de riesgo de inversiones extranjeras. 18 de diciembre 1995.
48. Silva Revetria, Carlos. Un Intento Metodológico para Estimar Fuga de Capitales. Revista Banca Central No. 12, enero/marzo, Banco de Guatemala, Guatemala 1995.
49. Tamames, Ramón y Santiago Gallego. Diccionario de Economía y Finanzas. Al Editorial Ciencias de la Dirección, Limusa, Noriega Editores, España, 1995.
50. Titelman, Daniel y Andras Unthoff. Afluencia de Capitales Externos y Políticas Macroeconómicas. Revista de la CEPAL No. 53, agosto 1994.
51. Zahler, Roberto. Política Monetaria en un Contexto de Apertura de la Cuenta de Capitales. Boletín del CEMLA, Suplemento, jul-ago 1992.

ANEXOS

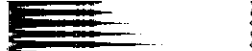
1



**ESTRUCTURA DE LAS IMPORTACIONES
PORCENTAJES
Período 1975 - 1995**

Años	Bienes de consumo	Materias primas y bienes intermedios 1 /	Bienes de capital 2 /
1975	22.40	53.60	23.40
1976	23.40	49.00	26.80
1977	23.30	50.60	24.40
1978	24.10	49.10	26.10
1979	23.80	52.70	22.50
1980	21.30	59.80	17.90
1981	18.60	63.40	17.20
1982	20.50	61.50	17.50
1983	20.70	68.40	10.20
1984	20.60	67.60	11.50
1985	19.10	67.50	13.10
1986	16.60	65.30	18.10
1987	17.60	58.80	23.60
1988	18.10	59.30	23.20
1989	19.10	59.20	21.50
1990	19.20	61.20	19.40
1991	19.70	61.30	19.00
1992	21.40	53.80	24.50
1993	27.30	47.50	24.80
1994	29.80	47.60	22.40
1995	28.10	49.00	22.70
Media	21.65	57.44	20.47

1/ Incluye además combustibles, lubricantes y materiales de construcción
2/ maquinaria, equipo y herramienta



**TASAS DE INTERES NOMINALES A 90 DIAS PLAZO,
TIPO DE CAMBIO Y FLUJOS DE CAPITAL DE CORTO PLAZO
PERIODO 1991-1995**

	Tasas de interés de Certificados de Depósitos		GUATEMALA			
	Mercado Monetario de Londres	Mercado Monetario de New York	Tasa de interés nominal de OMAS 1/	TIPO DE CAMBIO		Flujos de capital de corto plazo 2/ -En Millones de US\$-
				Bancario	Depreciación Interanual Al mes anterior	
ENE91	6.9375	6.8500	27.98	5.08967	48.51402	0.8
FEB	8.7500	8.8000	27.98	5.12500	41.54587	1.6
MAR	8.3125	8.1500	27.95	5.04478	33.71635	6.3
ABR	8.0625	5.7200	25.30	4.98410	26.41436	12.4
MAY	5.9375	5.7000	22.88	4.94810	17.17286	17.3
JUN	6.1250	5.8000	20.71	5.01808	15.14466	3.2
JUL	5.9375	5.7000	20.76	5.08798	16.38283	2.8
AGO	5.5625	5.8350	20.84	5.11283	20.28786	4.5
SEP	5.5000	5.1000	20.84	5.05980	9.52858	6.9
OCT	5.1250	4.8000	12.41	5.13218	(11.29632)	9.0
NOV	4.8750	4.8000	14.46	5.10181	(5.39429)	2.4
DIC	4.1250	4.2500	13.92	5.08404	5.12563	11.4
ENE92	4.0625	3.8500	11.75	5.11428	0.82908	11.6
FEB	4.1250	3.9500	11.75	5.19720	0.30616	10.3
MAR	4.2500	4.0000	11.75	5.14797	1.40978	14.9
ABR	3.9375	3.7000	11.75	5.08254	2.04540	8.3
MAY	3.9375	3.7000	11.75	5.03670	1.97508	3.1
JUN	3.8125	3.6000	11.75	5.11284	1.73059	(1.1)
JUL	3.3125	3.1500	11.75	5.18091	1.89418	3.6
AGO	3.3750	3.2000	11.75	5.25264	1.82646	8.9
SEP	3.1250	2.8500	11.75	5.32268	2.73851	4.8
OCT	3.4375	2.9500	11.75	5.33774	5.19546	7.2
NOV	3.8375	3.6000	11.75	5.32856	4.00532	2.0
DIC	3.3125	3.0500	11.75	5.35266	4.44860	9.1
ENE93	3.1250	2.9000	11.75	5.31258	5.28369	4.1
FEB	3.1250	2.9000	11.75	5.38465	3.87699	4.5
MAR	3.1250	2.9500	11.75	5.45917	3.60675	8.2
ABR	3.0625	2.9000	11.75	5.52803	6.04510	6.4
MAY	3.2500	2.9500	11.75	5.59514	8.76511	6.6
JUN	3.1875	2.9500	11.75	5.67216	11.09742	(27.8)
JUL	3.1875	2.9500	11.75	5.73934	10.94386	6.7
AGO	3.1250	2.9500	11.75	5.80968	10.77661	60.3
SEP	3.2500	2.9000	11.75	5.88294	10.59163	4.5
OCT	3.3125	2.9000	11.75	5.96989	10.52590	58.4
NOV	3.3750	3.2000	11.75	5.88700	10.47728	19.0
DIC	3.2500	3.0000	11.75	5.85742	10.48013	22.8
ENE94	3.1250	2.9000	11.75	5.89456	9.43008	(27.9)
FEB	3.6250	3.2500	11.75	5.88942	10.95517	39.4
MAR	3.7500	3.5000	11.75	5.84504	9.37424	31.8
ABR	4.1250	3.8500	11.75	5.79833	7.06829	(2.1)
MAY	4.4375	4.1500	11.75	5.75247	4.88863	11.4
JUN	4.6875	4.3000	11.75	5.73704	2.81190	17.2
JUL	4.6875	4.3500	11.75	5.69509	1.14383	43.0
AGO	4.7500	4.6000	11.75	5.69907	(1.28370)	62.9
SEP	5.3125	4.9500	11.75	5.81446	(2.04872)	29.9
OCT	5.4375	4.9500	11.75	5.78978	(1.16421)	115.2
NOV	5.9375	5.7000	11.75	6.75427	(1.81805)	48.8
DIC	6.3750	5.9500	11.75	6.66524	(2.25483)	100.9
ENE95	6.0625	5.8500	11.75	5.74834	(3.28087)	1.2
FEB	6.0625	5.8500	11.75	5.72697	(2.48069)	103.8
MAR	6.0625	5.9000	11.75	5.70339	(2.75834)	111.1
ABR	6.0000	5.8500	11.75	5.74258	(2.42342)	108.8
MAY	5.9750	5.7500	11.75	5.74519	(0.96148)	113.8
JUN	5.8125	5.7000	11.75	5.76309	(0.12655)	123.5
JUL	5.6875	5.6000	11.75	5.77589	0.45407	133.1
AGO	5.7500	5.6000	11.75	5.81668	1.95584	188.7
SEP	5.7500	5.5500	11.75	5.89725	2.22655	155.3
OCT	5.8125	5.5500	11.75	5.96608	1.42404	140.9
NOV	5.7500	5.5500	11.75	6.00977	3.04502	145.5
DIC	5.5000	5.4000	11.75	5.94468	4.44018	178.3

1/ Ajustada por impuesto sobre la renta (interés) del 10% a partir de 1992.

2/ Incluye repatriaciones de capital e inversiones y depósitos de residentes en el exterior.

FUENTE: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI varios años.

Del Banco de Guatemala; reportes sobre tasas internacionales de la Sección de Análisis de Mercados Monetarios del Depto. de Cambios e Internacionales, (fondo inflacionario de la S
Estadísticas Económicas e Información sobre tasas de interés de OMAs de la Oficina de Información y Cotización de Valores del Depto. de Crédito y Operaciones de Mercado Ab

LS // Dependent Variable is KTOT
 Date: 10-23-1996 / Time: 12:46
 SMPL range: 1991.01 - 1195.12
 Number of observations: 60

VARIABLE	COEFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
TIN	8.2898107	2.2014404	3.7656304	0.0004
TUS	-27.060970	6.3857975	-4.2376806	0.0001
DBM	-1.4935385	0.6896472	-2.1656558	0.0346
KTOT(-3)	0.6620888	0.1169093	5.6632697	0.0000
R-squared	0.815855	Mean of dependent var	-28.82671	
Adjusted R-squared	0.805990	S. D. of dependent var	61.96536	
S.E. of regression	27.29359	Sum of squared resid	41716.64	
Log likelihood	-281.4656	F-statistic	82.70286	
Durbin-Watson stat	2.123001	Prob(F-statistic)	0.000000	

APÉNDICES

1

2

3



APÉNDICE A

A. ASPECTOS DOCTRINARIOS DE LOS FLUJOS DE CAPITAL^{26/}

El desarrollo doctrinario de los flujos de capital lleva implícito que el sistema económico mundial prevaleciente trata de mantener un retorno de capital a través de diferentes vías. En el actual proceso de globalización económica, ese objetivo adquiere su mayor expresión mediante las finanzas internacionales. El comercio exterior ha sido tradicionalmente la forma de agenciarse ese retorno de capital.

Al intercambiarse productos industrializados por productos primarios, los países en desarrollo han obtenido términos de intercambio desfavorables. En ese sentido, *Raúl Prebisch* explica que los pagos que deben remitirse al exterior derivado de la importación de capital extranjero tienden a exceder a la entrada de nuevos recursos, lo que agrava el estrangulamiento externo, tal como históricamente se ha observado^{27/}. Los capitales tienden a circular entre los países más industrializados y solamente fluyen hacia los países en desarrollo, en forma especulativa, en busca de mayor rentabilidad (*Von Furstenberg 1995, p.609-615*).

Actualmente, el análisis de los flujos de capital se ha enfocado bajo la hipótesis de la complementariedad^{28/}, la cual postula que el capital interno no es capaz de financiar toda la actividad económica, por lo que el capital externo efectúa inversiones que no puede realizar el ahorro interno.

Inversamente, el análisis bajo la hipótesis de la sustituibilidad determina que el capital foráneo sustituye el ahorro interno y sólo cambia la composición de las fuentes de financiamiento por lo cual el nivel de inversiones no varía.

^{26/} Este apartado está basado básicamente en el documento de Benjamin Hopenhayn. *Movimientos de capital y financiamiento externo*. (Revista de la CEPAL, abril de 1995). Páginas 79-91.

^{27/} Desde otra perspectiva para este análisis, utilizando algunos argumentos de la teoría neoliberal, el fundamento se da mediante la aplicación de la *teoría de las expectativas racionales*, donde los rendimientos decrecientes y varias deficiencias de información de mercado -*asimetría*- podrían evitar que los productos marginales del capital fueran sistemáticamente más altos en los países en desarrollo que en los desarrollados. Entonces los intentos de importación de capital no tendrían éxito en términos netos en cuanto a propiciar un mayor desarrollo económico, aun cuando las razones de capital humano y físico, específicamente de la mano de obra poco calificada fueran mucho más bajas en los países en desarrollo que en los desarrollados.

^{28/} Ariel Buira. *Los determinantes del ahorro en México, tomado del documento Ahorro y Formación de Capital, Experiencias latinoamericanas*. (Primera edición, Argentina, Grupo Editorial Latinoamericano, Colección de Estudios Políticos y Sociales, 1990). Páginas 195 y 196. Referencia bibliográfica número 18.



B. DESARROLLO HISTÓRICO DEL MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITALES

En la plena hegemonía del sistema económico predominante antes de la Primera Guerra Mundial, el mercado internacional de capitales parecía un paraíso al proporcionar altos retornos de capital a través de un masivo flujo de capitales de Europa hacia las zonas en vías de desarrollo en esa época. Sin embargo, a partir de mediados de los años veinte los precios de los productos agrícolas empezaron a bajar y después de 1928 los crecientes flujos de capitales se redujeron, desviándose al floreciente mercado bursátil de Nueva York, en donde, posteriormente la crisis de la Bolsa de Nueva York, en octubre de 1929 y la consiguiente recesión mundial, hizo que las finanzas internacionales desaparecieran casi por completo.

La relación de poder prevaleciente al final de la segunda guerra mundial desembocó en el establecimiento de reglas en la Conferencia de Bretton Woods construyendo un sistema monetario internacional hegemónico, en el cual se le encargó a los Estados Unidos de América la dirección del sistema económico mundial, principalmente mediante instituir el dólar como medio de cambio internacional y de reserva. De esa cuenta, al estar organizado sobre la base de un sólo país, se le concede los privilegios del señoreaje y las responsabilidades de líder del sistema, con el objeto de tener una política monetaria prudente y anticíclica. Para ello, se acordó en Bretton Woods el mantener y crear restricciones a la movilidad del capital, por temor a los desequilibrios que éstos podrían causar.

Derivado de lo anterior y del creciente poder económico de los países industrializados, se gestó una gran acumulación de recursos financieros que desarrolló el mercado de capital en los países industrializados, lo cual paradójicamente minaba el régimen establecido en Bretton Woods.

Sobre este proceso de debilitamiento sistémico y los peligros que entrañaba, cabe mencionar dos advertencias importantes: La primera por parte de *John Maynard Keynes* en la misma Conferencia de Bretton Woods, quién propuso que no se anclaran las paridades a una moneda nacional, sino que se creara un sistema internacional de pagos combinado con el oro, que se transaría entre gobiernos mediante mecanismos de compensación.

Según *Keynes* "Suponer que existe algún mecanismo automático de funcionamiento normal de ajuste que preserve el equilibrio si sólo confiamos en los métodos del *laissez faire* es una ilusión doctrinaria a las lecciones de la experiencia

histórica sin tener detrás el apoyo de una teoría firme".

La segunda advertencia fue la percepción de *Robert Triffin*, quien desde comienzos de los años setenta anunció que el régimen establecido desembocaría inevitablemente en una crisis, pues el patrón dólar se vería ante un dilema parecido al que había enfrentado la libra en su período hegemónico: i) inflación interna -por emisión monetaria excesiva para responder a la demanda del resto del mundo-, la que se transmitiría internacionalmente, ii) deflación para evitar un déficit en la balanza de pagos de los Estados Unidos de América similar al patrón oro, la que también se transmitiría internacionalmente con el peligro de desencadenar una crisis de devaluaciones competitivas.

En ese sentido, cualquier restricción comercial, por razones de balanza de pagos, sería nefasta para el bienestar de la comunidad internacional y que, por la misma razón, era deseable controlar los flujos de capital especulativo de corto plazo^{29/}. De esa cuenta, el gran desorden del régimen monetario internacional de los años setenta provocó la crisis de la deuda de los ochenta, aunado con la crisis del petróleo en 1973-1974 y 1979.

Otro factor que causó el colapso del patrón oro se refiere a el cambio en la estructura del mercado financiero internacional, derivado del apareamiento de novedosas innovaciones financieras que aumentaron la movilidad y volatilidad de los capitales. El aumento de la movilidad de capitales que se experimentó en los principales países industrializados, influyó en la caída del sistema de Bretton Woods. La mayoría de empresas multinacionales expandieron sus operaciones a nivel internacional para aumentar sus ganancias y el mercado de Eurodólares empezó a movilizar considerables sumas de recursos.

Todo el cambio en la conformación y variación de los flujos de capital, se debe a la reestructuración de la economía mundial, en donde los fundamentos neoliberales sustituyeron a los keynesianos, favoreciendo nuevas relaciones entre mercado y Estado, capital y trabajo en el mercado mundial y países. La interdependencia económica mundial se basó en los encadenamientos productivos establecidos por el comercio exterior, la inversión directa y de

^{29/} En el capítulo XIV de la creación del FMI, se reconoce un período de transición de cinco años, el cual sería utilizado por los países miembros para dismantlar gradualmente los controles de capitales existentes y se dejó abierta la posibilidad de que los países con déficit pudieran regular las transacciones de la cuenta capital.

artera, con un nuevo sistema internacional de crédito a partir de la globalización de los mercados financieros.

Entre otros aspectos, cabe señalar la transformación del espacio geopolítico internacional, en el sentido del ascenso de nuevas potencias industriales y el supuesto fin de la guerra fría. Todo ello, ha conducido a una unificación del mercado mundial, surgiendo un nuevo regionalismo supranacional^{30/}. En tal contexto, la reforma financiera internacional se gestó en los Estados Unidos de América, a inicios de los años ochenta, con base en la titularización y cursatización del crédito y el apareamiento de nuevos intermediarios financieros, lo cual aceleró el proceso de transnacionalización de la propiedad en los títulos de crédito (*Dabat, 1995, p. 866-870*).

En síntesis, las consecuencias de la movilidad internacional del capital se dan de manera distinta según la posición hegemónica o subordinada de los países en la economía internacional. Por ejemplo, los Estados Unidos ha podido financiar con ahorro externo durante un extenso período cuantiosos déficits fiscales y de cuenta corriente, absorbiendo *shocks* endógenos y exógenos. Entre los primeros, cabe citar los de índole financiera que provocó una serie de desordenes bancarios generalizados como los generados por la crisis de la deuda, las carteras incobrables de industrias petroleras y otras como la crisis inmobiliaria de fines de los años ochenta, con una difundida quiebra de instituciones financieras de ahorro y préstamo. Entre los *shocks* externos se puede citar la alta volatilidad del tipo de cambio y de las tasas de interés.

^{30/} El regionalismo supranacional condujo a la constitución tendencial de los vastos complejos nacional-territoriales que siguieron a la creación de la Unión Europea, tanto en América del Norte, como en Asia Oriental y Meridional, América del Sur y Central, el Medio Oriente o el sur de África. Esto generó una nueva dinámica mundial que integró y polarizó a los países en torno a una lógica de funcionamiento global mucho más abierta, competitiva y macroregional.



APÉNDICE B

A. DESCRIPCIÓN DE LAS EXPERIENCIAS RECIENTES DE OTROS PAÍSES CON LOS FLUJOS DE CAPITAL

1. Países del este asiático -Korea, Malasia, Tailandia e Indonesia-

Estos países, junto con la desregulación de la inversión extranjera directa, también facilitaron la liberalización de las transacciones financieras de corto plazo durante la década de los ochenta y principios de los noventa, con el propósito de diversificar las fuentes de fondos extranjeros así como de estimular el desarrollo de los mercados financieros internos.

Malasia, por ejemplo, permitió a los inversionistas extranjeros participar directamente en el mercado de valores, cuando fue establecida la Bolsa de Kuala Lumpur en 1973. En 1985 se les permitió a las compañías bursátiles extranjeras establecer agencias y en 1986, se dio la liberalización total para invertir en las firmas bursátiles domésticas. A los bancos extranjeros también se les permitió otorgar préstamos a residentes a partir de 1992 sin la aprobación del banco central.

Tailandia comenzó a acelerar la liberalización de las transacciones financieras extra-territoriales a mediados de los ochenta. El gobierno permitió la creación del fondo de Bangkok en 1985 y el fondo de Tailandia en 1986 para atraer más inversión extranjera. Indonesia en un intento de atraer más capital foráneo, liberalizó las transacciones financieras extra-territoriales a principios de los ochenta.

Durante 1990-1994, las entradas netas de capital acumuladas para los países asiáticos en desarrollo ascendieron a US\$ 261 billones, más de dos veces las entradas netas durante los años ochenta, con la característica que en los noventa, fue más importante la inversión de cartera que en la década anterior. Posteriormente, cuando las entradas masivas de capital foráneo desestabilizaron sus economías, estos países adoptaron medidas para reducir los impactos negativos que surgen de dichas entradas. Las medidas incluyeron la imposición de restricciones cuantitativas sobre las entradas de capital y sobre la anterior liberalización de la entradas de capital (*Banco de Pagos Internacional 1995, p. 218-221*).

2. Países de América Latina

En los últimos años se ha observado que en la mayoría de países latinoamericanos, los flujos de capital han pasado de una situación de relativa abundancia en la década de los setenta

a una de escasez en los ochenta *-debido principalmente a la crisis de la deuda-*, y nuevamente a una de relativa abundancia a principios de los noventa. En efecto, durante el período de 1984-1989, para los casos de México, Argentina y Chile, la cuenta de capital de la balanza de pagos como porcentaje del PIB, en promedio se situó en -0.4, -1.6 y -1.7, respectivamente. Para el período 1990-1992 dicha cuenta registró superávits, de 6.2, 2.2 y 5.9 respectivamente.

a. El caso de México

En el caso de México, éste tiene bastantes experiencias en relación con los recursos financieros externos. En cuanto a la crisis de los años ochenta, el considerable ajuste de la demanda agregada en el período comprendido entre 1983 y 1987 dejó a la economía sumida en una profunda recesión y con una inflación elevada, debido sobre todo a los desequilibrios estructurales del sector productivo y a la inercia provocada por la inflación. No obstante, la estabilización se logró sólo por la adopción de una nueva estrategia en torno a un pacto social que forjó un consenso acerca de la trayectoria que seguirían los ingresos y los precios más importantes, como el tipo de cambio. Por su parte, el gobierno se comprometió a encontrar una solución permanente al desequilibrio fiscal, acelerar las reformas estructurales y negociar un acuerdo amplio de reprogramación de la deuda externa.

La crisis mexicana de los noventa se diferencia de la de los ochenta, ya que la de los ochenta se originó por un sobreendeudamiento externo en donde la inversión extranjera directa tenía mayor importancia, porque el crédito bancario internacional era barato. Para los noventa, se observa que para 1993 el superávit en la cuenta capital registro US\$30,882 millones *-el monto más alto de las últimas décadas, ya que superó al de 1992 por US\$4,340-*, pero con el agravante de que US\$28,431 corresponden a inversión en cartera, derivado de que el modelo de política económica y la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio se basaban en el financiamiento externo, vía principalmente, los mercados de valores en el contexto de la creciente integración y globalización de los mercados financieros (*Revista Mercado de Valores julio 1995, p.233-238*).

En ese sentido, cabe señalar que el mantenimiento de un ancla en el tipo de cambio nominal, desempeñó un papel central en las políticas de estabilización a finales de los ochenta. Dicha política evolucionó con cierta flexibilidad, pero, en los noventa, la banda cambiaria se ensanchaba para absorber las entradas de capital de tal forma que se apreciaba el tipo de cambio,

mantenía siempre en el tope máximo absoluto cada vez que se ensanchaba más la cambiaria. De esa cuenta, se observa la tendencia de un agudo déficit en cuenta el cual para 1993 fue de US\$ 23.4 miles de millones y para 1994 alcanza el nivel de US\$ 30.6 miles de millones, equivalente a 8.3% del PIB (*Banco de Pagos Internacionales, 1995*).

Por otra parte, factores económicos internos tales como la deuda interna y externa del gobierno y específicamente la deuda externa del sector privado, aunado con los problemas que sucedieron y factores externos^{31/} comenzaron a precipitar la crisis financiera en 1994. Esto, se observó en los mercados emergentes, los cuales presentaron en el semestre de 1994 importantes signos de deterioro, principalmente en cuanto a la pérdida de atracción de recursos^{32/} de la economía mexicana frente a los cambios en la oferta de los rendimientos en los Estados Unidos.

En ese contexto, la economía mexicana en 1994^{33/} se desarrolló en un ambiente de incertidumbre, por lo que recurrieron a utilizar medidas como el desliz cambiario -*Crawling* y aumentos en las tasas de interés en las emisiones primarias de títulos públicos de corto plazo principalmente a través de incrementar la oferta de aquellos títulos con cobertura por garantía, y, el uso de las Reservas Monetarias Internacionales -*RMI*- para apoyar la moneda. Por ejemplo, a principios de 1994 el nivel de *RMI* se situó en US\$ 25 mil millones, de ahí, por las excesivas presiones sobre el tipo de cambio, la autoridad monetaria utilizó gradualmente US\$ 20 mil millones durante el año, utilizando entre US\$ 5 y US\$ 7 mil millones, en tan sólo los primeros 20 días del mes de diciembre de 1994. El ataque especulativo al tipo de cambio aunado con la insuficiencia en *RMI*, propició liberar la moneda, dándose una depreciación del 15% al 21 diciembre de 1994. No obstante, en los primeros días de 1995 la depreciación fue casi un 100%; tornándose la crisis cambiaria en una crisis de deuda; ya que con

Como el incremento de las tasas de interés interbancarias en febrero de 1994 por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Para el segundo trimestre de 1994 la cuenta capital registró solamente US\$ 74 millones comparado con US\$ 10.7 miles de millones para el mismo período en 1993.

No obstante, la inflación se situó alrededor de un 8%, el PIB creció en un 3.2% y por primera vez en la historia reciente el sector público registró superávit primario en sus cuentas, con un ahorro público del 4.6% del PIB.

un nivel de *RMI* a final de enero de 1995 de sólo US\$ 3,483 millones era imposible enfrentar vencimientos de corto plazo por US\$ 10,337 millones *-en sólo un instrumento de deuda pública-*.

Por otra parte, es necesario mencionar que México estaba considerado como un mercado emergente de bajo riesgo. En ese sentido, tanto los gestores de la política como los inversionistas e instituciones internacionales se despreocuparon y no vieron señales claras de mercado en cuanto a la presencia de una crisis financiera y otras que había que investigar y estudiar. En cuanto a las primeras, fue notorio el cambio de sentido de los flujos de capital, el incremento del déficit en cuenta corriente que no estuvo acompañado por un proceso de crecimiento sostenido, pero principalmente la acumulación de deuda a corto plazo. De las señales que no fueron tan visibles, se dio una posición tendiente al alza de México en la Bolsa de Wall Street, la falta de información por parte del gobierno mexicano *-el secreto con que el gobierno y el Banco de México manejaron el deterioro acelerado de las cuentas externas a lo largo de 1994-*, y principalmente, los ensayos de diversos académicos, insistiendo que era muy peligroso basarse solamente en el financiamiento a corto plazo, con mayor énfasis cuando éste es externo (*Kane FMI Boletín abril 1995, p. 105-106*).

Para poder aliviar la situación, se implementaron programas de emergencia económica y un acuerdo de unidad nacional, con los siguientes objetivos de corto plazo: evitar una espiral inflacionaria, reducir el déficit en cuenta corriente y estabilizar los mercados financieros. Con ello, se pretendía utilizar instrumentos como una política monetaria restrictiva, una rígida contención salarial y una limitada intervención del banco central en el mercado cambiario. Todo esto, con el objeto de inducir a una drástica reducción de la demanda agregada.

Dentro de estos programas, se implantó el Programa de Capitalización Temporal (*PROCAPTE*) y el Fondo Bancario de Protección al Ahorrante *-FOBAPROA-*, los cuales trataron de mejorar la calidad de los activos deteriorados por la cartera vencida, que a septiembre de 1995 llegaba al 13% del total de la cartera. Cabe señalar que *FOBAPROA* recibió apoyo del Banco de México, haciendo explícita la garantía estatal a los depósitos en el sistema bancario. Asimismo, en cuanto a los objetivos de mediano plazo se pretende alcanzar, principalmente, una inflación inferior al 10%; y para el largo plazo ésta debe situarse entre 0% y 3%.

Por otra parte, cabe mencionar también, la participación de los ciudadanos

estadounidenses en la crisis mexicana, ya que por ser los principales acreedores, eran los más afectados en resolver dicha crisis, derivado de que por invertir en México dejaron de ganar esas ganancias. De esa cuenta, dicha crisis puso en peligro al sistema financiero americano, por lo que el Congreso de Estados Unidos aprobó un paquete de ayuda financiera a partir de marzo de 1995, por US\$ 50,759 millones, constituido por un crédito por US\$ 20 mil millones procedente del Fondo de Estabilización Cambiaria a un plazo entre 3 y 5 años; un crédito contingente del FMI por US\$ 17,759 millones a un plazo de entre 6 meses; un crédito por US\$ 10 mil millones del Banco de Pagos Internacionales, también a corto plazo; y US\$ 3 mil millones de la banca privada internacional por Citibank y JP Morgan.

Contrariamente para los deudores, la Asamblea Ciudadana de Deudores de la Banca señaló que de no solucionarse el problema del crecimiento económico, cada vez más empresas caerán en suspensión de pagos y crecerá la cartera vencida, la cual se incrementó en 157.40% entre diciembre de 1994 a diciembre de 1995. Asimismo, dicha Asamblea señala que los recursos asignados al programa de apoyo por parte del gobierno beneficia sólo al sistema financiero nacional, al cual se le han otorgado US\$ 15 mil millones -cantidad muy cercana al monto de la cartera vencida y que representa el 6.9% del PIB-, y no a los deudores que se encuentran afectados en todos los sectores de la sociedad mexicana.

b. Los casos de Argentina y Chile

Derivado de la crisis mexicana, también se dieron efectos de contagio en los principales mercados emergentes latinoamericanos que no tenían una efectiva supervisión prudencial de sus mercados financieros. El cuadro siguiente refleja que los problemas en relación a la balanza corriente, el cambio en las reservas y las finanzas públicas, fueron de menor cuantía, no obstante fueron más marcados en Argentina, que en Chile (1980-1992).

COMPORTAMIENTO DE CUENTA CORRIENTE, RESERVAS Y EL RESULTADO FINANCIERO DEL SECTOR PÚBLICO COMO PORCENTAJE DEL PIB

Años	Cuenta Corriente		Cambio Reservas		Sector Público no financiero	
	Millones de US\$				Porcentaje del PIB	
	Argentina	Chile	Argentina	Chile	Argentina	Chile
1980	-4.8	-2.0	-2.7	1.3	ND	ND
1981	-4.7	-4.7	-3.4	0.0	ND	ND
1982	-2.4	-2.3	-0.8	-1.4	ND	ND
1983	-2.4	-1.1	-1.3	0.1	ND	ND
1984	-2.5	-2.1	-0.1	0.4	ND	ND
1985	-1.0	-1.4	2.0	0.1	ND	ND
1986	-2.9	-1.2	-0.6	0.0	ND	ND
1987	-4.2	-0.8	-1.1	0.2	-6.7	2.6
1988	-1.6	-0.2	1.7	0.7	-8.6	3.9
1989	-1.3	-0.8	-1.9	0.5	-4.8	5.5
1990	1.9	-0.6	3.1	2.2	-5.1	1.5
1991	-2.8	0.1	2.0	1.1	-2.2	1.7
1992	-3.3	-0.6	2.2	2.5	ND	1.8

Fuentes: FMI, Estadísticas Financieras y CEPAL 1992. (Ocampo y Steiner 1993, p. 10-35).

D) Argentina

En Argentina, el sistema de junta monetaria adopta el plan de convertibilidad con un tipo de cambio fijo unitario con respecto al dólar de los Estados Unidos de América, desechando la idea de una devaluación de la moneda. Así, vinculan la expansión de la base monetaria con las entradas de monedas extranjera, pero en menor medida.

Los efectos de contagio por la crisis mexicana hizo que para 1994 el déficit en cuenta corriente llegara a US\$ 2,000 millones y el comercial a US\$ 6,000 millones, bajo dicho régimen de política económica que impedía recurrir a la devaluación como instrumento correctivo. De esa cuenta, en el primer trimestre de 1995, perdieron considerables *RMI* y una disminuyendo notable de los depósitos bancarios, desembocando en problemas con algunos bancos del sistema, dada la consecutiva dolarización de la economía.

Para ello, se tuvo que recurrir a realizar cambios en el requisito de encaje y en los convenios, respaldados por el gobierno, de asistir a los bancos en problemas, a través de

amos en moneda extranjera, ya que después de haber sido implementada la Ley de convertibilidad, se les dio el aviso a los bancos que ya no se daría asistencia por parte del banco central.

La brusca reversión en los flujos de capital durante 1994, ha vuelto más dependiente a Argentina del financiamiento de organismos internacionales, de tal forma que, es esencial la cooperación con el FMI para sustentar el Plan de Convertibilidad. En ese sentido, el sector público requiere recursos de dicha institución por un monto de US\$ 380 millones, correspondientes al primer tramo del Programa de Facilidades Extendidas, para cubrir la brecha fiscal y la externa, que en el primer trimestre se había registrado US\$ 4,500 millones de déficit de la cuenta corriente, el cual para el mismo período de 1994 era un superávit de US\$ 2,220 millones.

Aunque el proceso de saneamiento del sistema financiero implementado a principios de 1995 estaba lejos de haberse completado, la situación de los bancos se estabilizó derivado de las acciones en mayo de ese año, por lo que a finales de septiembre más del 60% de los depósitos retirados habían retornado. El ministro de economía, *Domingo Cavallo*, afirmó que las salidas de capital provocadas por la crisis mexicana tuvieron un efecto de alerta en Argentina, al obligar al gobierno a revisar áreas potencialmente problemáticas y adoptar nuevas reformas económicas y de aprobar nuevas leyes, como la que estableció un recurso crediticio de última instancia para el sistema financiero. En este sentido, se estima que el sistema financiero ha salido incluso fortalecido de la crisis, ya que muchas de las instituciones más débiles fueron liquidadas o se fusionaron. Como por ejemplo, de las 205 entidades existentes al principio de la crisis 52 desaparecieron.

No obstante lo anterior, el gobierno argentino ha acelerado en los últimos meses la puesta en marcha de medidas de fomento económico destinadas a poner fin a la recesión que afecta al país desde hace un año. Con esto se prevé, reactivar la economía ante el temor de que se comprometa el éxito del plan de ajuste neoliberal vigente desde 1991. Para ello, se pretende implementar los mecanismos siguientes: fomentar el consumo interno y bajar los costos de producción de las empresas, tanto con el abaratamiento del crédito como con la aplicación de reformas a las leyes laborales que son resistidas por los sindicatos desde hace cuatro años.

2 Chile

La política macroeconómica chilena se ha orientado a reducir paulatinamente la inflación a niveles comparables a los de países industrializados. En efecto, la política fiscal ha ayudado en gran medida, ya que durante el período 1988-1994 las operaciones del sector público no financiero registraron superávits, equivalentes en promedio del 3% del PIB. En cuanto al mercado cambiario, permiten la flotación de su moneda, dentro de una banda amplia, tratando de mantener el tipo de cambio real estable según las metas del banco central.

La experiencia de Chile en relación a los flujos de capital se basa en tratar de frenar las entradas cuantiosas de capital de corto plazo, para evitar los posibles efectos negativos en la economía doméstica, derivado de que en los primeros años de los noventa la entrada de capitales representó en promedio un 7% del PIB.

Las medidas principales han sido tomadas por el banco central al intervenir en el mercado de divisas para evitar que las entradas de capital afecten el tipo de cambio, así como de esterilizar dichos recursos para cumplir con las metas de inflación. De esa cuenta, las pérdidas operacionales del banco central en la década de los ochenta han sido significativas, aunque se debían a una combinación de factores, llegó a situarse en un 18% del PIB en 1985. Sin embargo, éstas han disminuido, situándose en 2% en 1992 y 1% en 1994, debido principalmente a los controles impuestos por el banco central para reducir el ingreso de capital de corto plazo.

En ese sentido, los controles se dieron primeramente un 20% de encaje legal sobre los préstamos del exterior, el cual se elevó a 30% y se generalizó a todos los pasivos externos y a la inversión extranjera en algunos tipos de valores, principalmente en los de corto plazo^{34/}. También se relajaron restricciones a la salida de capitales, particularmente mediante la autorización a los fondos de pensiones de mantener una parte de su portafolio invertido en el exterior y a través del relajamiento en los plazos para repatriar capitales, remesas familiares y utilidades de la inversión extranjera que había llegado mediante el mecanismo de conversión de deuda.

^{34/} El encaje debe mantenerse en el banco central durante un período de un año, no importando el plazo de vencimiento de los préstamos y de los depósitos.

último, cabe enfatizar que la capacidad de recuperación que ha tenido la economía se como fundamento un elevado superávit fiscal y una gran acumulación de *RMI* que ron a mantener la confianza en la autoridad monetaria por parte de los agentes s. Sin embargo, hay que resaltar que los controles de capital han reducido las storsiones en la asignación de los recursos, ya que si esos capitales hubieran ingresado n correctamente intermediados, las distorsiones pudieron haber sido mayores.

c. Conclusión

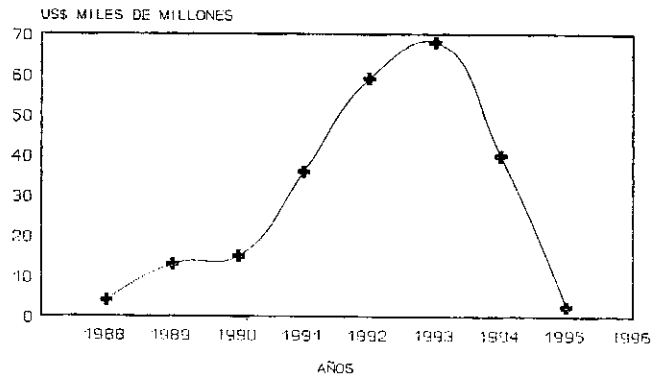
La experiencia en Latinoamérica con el manejo de los flujos de capital de corto vio afectada por la crisis mexicana que sorprendió a los inversionistas extranjeros, consideraron los riesgos de invertir en casi todos los países de la región. El grado de le la crisis mexicana sirvió como advertencia de la velocidad y la escala de las pérdidas erivado de un cambio de sentido en los flujos de capital, lo cual llevó a las economías es latinoamericanas a una nueva estimación de la suficiencia de dichas reservas. nalmente, después de la crisis provocada por la masiva salida de los flujos de capital, s valores latinoamericanos se desplomaron y muchos planes de inversión quedaron os, se observa una leve mejoría en la confianza por parte de los inversionistas en Latina. La magnitud de la reacción se ve claramente observando los flujos de capital egión y los precios de las acciones en algunas bolsas de América Latina (*Silva/95, p.9*).

**VALOR DEL ÍNDICE DE LA BOLSAS
DE ALGUNOS PAÍSES DE AMÉRICA LATINA**

Países	AI 09/03/95	AI 11/07/95
Argentina	50.9	88.2
Brasil	43.9	76.6
Chile	69.7	115.3
Colombia	97.1	97.3
México	28.0	55.5
Perú	60.0	99.9
Venezuela	99.2	95.6

01/12/94 = 100

FIGURA 15
COMPORTAMIENTO DE LOS FLUJOS NETOS DE CAPITAL
HACIA AMÉRICA LATINA DURANTE 1988-1995



Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo