

Flujo de Capitales: Evolución y Políticas en los 90

Presentación de Carlos Massad, Presidente del Banco Central de Chile, en el seminario "Globalización de los mercados financieros y su efecto sobre los países en desarrollo" organizado por el Instituto Internacional Jacques Maritain y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe de las Naciones Unidas, CEPAL. 29 de marzo de 1999.

Quisiera agradecer a CEPAL y al Instituto Internacional Jacques Maritain la invitación a participar en este seminario. Espero compartir con Uds. algunas ideas sobre el proceso de globalización financiera internacional y la política de apertura al exterior de la cuenta de capitales chilena durante la presente década.

Tras los diversos episodios de crisis financiera a nivel internacional, desde el que afectó a Latinoamérica en los 80 hasta el que se desató en Asia a mediados de 1997, la gran preocupación ha sido la definición de una nueva arquitectura para el sistema financiero internacional, que lo haga más resistente y más capaz para enfrentarlas. Sin embargo las limitaciones de tiempo me impiden hacerme cargo de esa importante discusión en este seminario, en el que quiero concentrar mi exposición a lo que creo puede ser hoy nuestro aporte principal, es examinar la experiencia chilena en materia de integración financiera.

El fenómeno financiero de los 90 ha sido la globalización o mundialización, impulsada por el cambio tecnológico y el desarrollo de las comunicaciones que reduce distancias y unifica el mundo. En el caso de América Latina, el flujo neto de capitales privados pasó de niveles cercanos a cero en promedio para la segunda mitad de los 80s, a 46 mil millones de dólares en el período 1990-96 y casi 90 mil millones en 1997. En 1998, esta cifra cae, como consecuencia de la crisis internacional, aún incluyendo las privatizaciones en Brasil. Para el total de los países en desarrollo, el flujo neto de capitales privados en 1997 es aproximadamente 130 mil millones de dólares, 7 veces mayor al registrado en promedio durante la segunda mitad de los ochenta, y similar al promedio del período 1990-96. En 1998, sin embargo, este valor disminuye en 30%, afectado por la crisis en Asia.

El proceso de globalización financiera favorece el desarrollo y abre múltiples oportunidades para un país que, como Chile, busca superar el sub desarrollo y la pobreza, pero también significa importantes riesgos de serios desequilibrios macroeconómicos y financieros. Esto hace necesario definir una política de apertura financiera externa caracterizada por la prudencia y la gradualidad, pero en ningún caso justifica no aprovecharla.

En la presente década, Chile ha alcanzado muchos logros, entre los que se cuentan el retorno a la institucionalidad democrática y éxitos macroeconómicos sin precedentes, como la reducción de la inflación a menos de 5% anual, el crecimiento económico a tasas promedio de 7% anual por más de una década, y la preservación de equilibrios externos. Ello ha constituido un estímulo al ingreso de divisas, que llevó entre 1990 y 1997 a un fortalecimiento continuo del peso chileno. La autoridad intervino para suavizar la tasa de apreciación real de la moneda, con el objeto de tratar de mantener un tipo de cambio real consistente con el equilibrio externo, es decir con una posición sostenible de mediano y largo plazo del balance externo en cuenta corriente.

En los flujos de capitales hacia Chile en los noventa se distinguen dos períodos. El primero de ellos abarca hasta el primer semestre de 1997, período en el que el país observó el ingreso de un importante flujo de recursos, en el marco de un panorama económico internacional estable. El segundo período, posterior a julio de 1997, se enmarca dentro del contexto internacional generado por la crisis financiera de los países asiáticos; en él se observa que el flujo de capitales hacia los países emergentes se ve reducido en forma significativa. De esta forma, las políticas adoptadas para evitar una fuerte sobre-apreciación cambiaría del primer período quedaron plenamente justificadas cuando el escenario internacional se torna más volátil y el agravamiento y extensión de la crisis financiera en los países asiáticos produce un impacto importante sobre la economía chilena: una menor demanda por nuestros productos de exportación y un deterioro en nuestros términos de intercambio en torno a 12% entre 1997 y 1998; se espera un deterioro adicional en 1999. La crisis también reduce la entrada neta de capitales, como resultado de una reasignación de los portafolios de los inversionistas externos y el esfuerzo de inversionistas nacionales por cubrirse del riesgo cambiario al que estaban fuertemente expuestos, producto del largo período de apreciación real del peso. En efecto, en el año 1998, el flujo de capitales externos hacia Chile disminuye a casi la mitad de la cifra de 1997.

Política de Integración Financiera: Ventajas

Durante toda la década, Chile ha desarrollado una política de apertura de su economía, de manera gradual y sostenida, con el objeto de poder cubrir las necesidades de financiamiento y de aprovechar las ventajas que se derivan en el largo plazo del desarrollo financiero. Se debe buscar, no obstante, minimizar los efectos secundarios de la integración financiera, tales como las alteraciones a la estabilidad macroeconómica que se podrían derivar de cambios demasiado violentos en el ingreso neto de capitales externos. Entre las principales ventajas de la integración financiera con el exterior cabe mencionar: (1) permite estabilizar en el tiempo el perfil de consumo de las personas, con menores costos que en el caso de una cuenta de capitales con restricciones, complementando el esfuerzo de ahorro interno por medio de ahorro externo, y por ende, acelerando la inversión y el crecimiento; (2) posibilita la diversificación del riesgo, tomando posiciones en activos y pasivos con riesgo distinto de los nacionales, disminuyendo la volatilidad del ingreso nacional y el consumo; (3) permite complementar la inversión de los residentes con inversión extranjera, incorporando nuevas tecnologías de explotación y administración de recursos; (4) la inversión externa facilita acceder a nuevos mercados, donde se puedan aprovechar las ventajas comparativas de los sectores productivos chilenos y; (5) permite entregar una provisión más eficiente y completa de servicios financieros para usuarios domésticos al abrir la competencia a agentes externos.

Integración Financiera y Agudización de Ciclos Económicos

Sin embargo, se debe tener en cuenta que la apertura financiera también representa una serie de desafíos y riesgos, especialmente para una economía pequeña. En primer lugar, cabe mencionar la transición desde una cuenta de capitales cerrada o sin acceso a los mercados internacionales a una abierta, lo que puede provocar una entrada masiva de capitales; tal entrada responde tanto a un posible diferencial entre las tasas internas y externas, como al ajuste del stock de activos que pasan a integrar la cartera de inversionistas extranjeros para equilibrar riesgos y rendimientos hasta alcanzar el nivel deseado de ellos. Este proceso puede generar aumentos excesivos en los precios de los activos nacionales lo que, a su vez, puede generar aumentos insostenibles en la demanda agregada interna con las consecuentes presiones al alza de los precios de bienes y servicios no transables y a la ampliación en el déficit en cuenta corriente. Estos son fenómenos transitorios ya que la corrección en la demanda doméstica forzada por el deterioro en las cuentas externas terminará reventando la burbuja en el precio de los activos nacionales, como lo hemos experimentado en Chile, especialmente en la década de los ochenta, forzando así una corrección en su valor que puede ser dolorosa e ir acompañada de síntomas recesivos.

Precisamente esto se muestra en las experiencias de integración financiera de México en 1994-95, Asia en 1997 y Rusia en 1998, en donde cambios en las expectativas de retorno de activos, cobertura de riesgos o efectos de contagio, condujo a aumentos en la volatilidad de los mercados y a importantes reversiones en el flujo de capitales y en el valor de los activos domésticos.

Debe tenerse presente que en una economía abierta que recibe un fuerte flujo de capitales externos, la política monetaria no está en condiciones de evitar el impacto expansivo sobre el precio de los activos, ya que pierde parte de su autonomía y efectividad en cuanto al control de la demanda interna. En tal fase del ciclo de los capitales, la reducción de la tasa de interés externa relevante generada por el interés de los inversionistas externos para adquirir activos en el país, se une al optimismo cambiario para presionar el valor de la moneda nacional hacia la apreciación. Ello limita el rango efectivo en que la política monetaria puede influir sobre el gasto mediante incrementos en la tasa de interés real. Las regulaciones y políticas referentes a la cuenta de capitales permiten, en alguna medida, aislar el mercado de capitales doméstico —especialmente de corto plazo— devolviéndole a la política monetaria algún espacio para operar con aumentos de tasa de interés. Así se mejora, al menos parcialmente, su efectividad para controlar la sobre expansión del gasto interno, como lo ha mostrado nuestra propia experiencia.

Por otra parte, ha quedado ampliamente demostrado que la solidez del sistema financiero es clave para moderar los impactos cíclicos de los flujos de capitales. Un sistema financiero bajo un marco regulador inadecuado amplifica los efectos cíclicos de la economía. Bancos mal supervisados y con una administración de riesgo superficial tienden a financiar el crecimiento excesivo del consumo y las inversiones especulativas en la fase expansiva; esto determina tanto una asignación ineficiente de recursos como riesgos excesivos que concluyen con una crisis financiera en la fase de baja cuando el precio de los activos disminuye.

Las asimetrías y limitaciones de información juegan un papel importante en la amplificación de los ciclos económicos generados por la intermediación financiera. En particular, de acuerdo a algunos observadores la globalización hace más compleja la selección de inversiones, dado el aumento que se genera en el menú de activos disponibles, haciendo más cara y difícil de adquirir la información sobre las posibilidades individuales de inversión. La falta de información propia estimula el comportamiento de manada o de imitación de las acciones de otros inversionistas, que es una forma de basar decisiones en información ajena. En el sector bancario, por otro lado, tenemos que la limitación de información puede llevar a la selección adversa de deudores, la que ocurre cuando se tiene poca información respecto de la calidad de ellos. Ello lleva a que los bancos, bajo esta situación, tiendan a prestar recursos con tasas de interés que reflejan el riesgo de un deudor promedio, lo que desincentiva a las empresas de bajo riesgo a tomar deuda y, al mismo tiempo, estimula el sobre endeudamiento de empresas de alto riesgo. Por último, se produce un problema de riesgo moral, con toma excesiva de riesgos cuando las pérdidas de un proyecto son mayoritariamente asumidas por los acreedores de la empresa que lo desarrolla, mientras que las ganancias las reciben sus gestores. Este problema es usual en el caso de la existencia de un prestamista de última instancia para el sistema financiero, como el Banco Central, bajo un esquema de supervisión inadecuada. Ello se refleja en una toma excesiva de riesgo por parte de deudores e instituciones financieras que se acentúa especialmente cuando se dispone de abundantes recursos externos, lo que tiende a amplificar los efectos cíclicos de la entrada de capitales.

Así, un influjo importante de capitales puede implicar una expansión excesiva de la demanda agregada, con efectos negativos sobre el sistema financiero y exacerbación de los ciclos económicos. Este problema se agrava significativamente cuando la regulación, supervisión y transparencia de los mercados financieros son inadecuadas.

Evolución del Marco Regulatorio en Chile

Teniendo en consideración las ventajas y desventajas de la integración al exterior, la política de apertura empleada por las autoridades chilenas en la presente década se ha caracterizado por la mantención de un sistema de supervisión financiera muy estricto que limita los riesgos en el sistema financiero, y por la implementación de un conjunto de regulaciones a la apertura de la cuenta de capitales, en el marco de las políticas monetarias y fiscales experimentadas. Estas han sido dirigidas a controlar el grado de integración de los mercados domésticos y externos y privilegiar los avances más rápidos en la integración de la inversión directa y el endeudamiento de mediano y largo plazo. Los instrumentos de política utilizados para conducir el proceso de apertura han sido las regulaciones cambiarias y las que afectan a los distintos flujos de capitales.

En materia de regulaciones cambiarias, cabe destacar que en la presente década el mercado cambiario ha evolucionado permanentemente desde un mercado dual —formal e informal— muy regulado hacia uno cada vez más unificado. El enfoque dual del mercado cambiario se modificó gradualmente durante los noventa. La confianza en la economía chilena y la estabilidad de sus cuentas externas han permitido reducir gradualmente las restricciones cambiarias, particularmente aquellas que afectan al comercio exterior, permitiendo la unificación de los mercados, lo que se refleja en que desde 1996 no existe diferencial de precios

entre ambos mercados cambiarios.

En materia de regulaciones a los flujos de capitales, éstas han sido enfocadas de manera de (a) reducir las entradas de capitales a montos considerados "digeribles" por la economía; (b) mantener un grado de independencia de la política monetaria; (c) reducir la volatilidad de los movimientos de capitales desde y hacia Chile; (d) mantener a nivel país una posición financiera externa sólida, tanto en términos de liquidez como de solvencia.

Las principales regulaciones se aplican a la entrada de capitales y han sido categorizadas por tipo de operación —créditos, inversión directa, inversión de cartera—, un depósito del Banco Central de un año. Destacan entre éstas el encaje para deuda e inversiones de cartera, vigente desde 1991 a 1998; el período de permanencia de un año para las inversiones en general, y las condiciones mínimas para emisores de bonos y ADRs. El encaje en moneda extranjera, hoy a tasa 0%, tiene por objeto compensar el diferencial entre las tasas de interés interna y externa, reduciendo las posibilidades de arbitraje al incrementar los costos de entrada; de este modo, desestimula las entradas de capitales de corto plazo, otorgando así mayor independencia a la política monetaria y cambiaria. Las regulaciones de permanencia y plazos mínimos tienen por objeto desincentivar la entrada de capitales especulativos y restringir la liquidez de los inversionistas institucionales externos, de manera de evitar una entrada transitoria y sobre-dimensionada de capitales por este concepto. Los montos mínimos y clasificaciones de riesgo han estado destinados a disminuir la probabilidad de que una empresa chilena, emisora de deuda o capital en los mercados internacionales, pueda no dar cumplimiento a sus compromisos externos, causando así un efecto de imagen negativo para el financiamiento de otras empresas locales. En la medida que las condiciones domésticas y externas, y en particular el desarrollo y profundización de los mercados de capitales que transan títulos de empresas chilenas, lo han permitido, estas exigencias han sido relajadas.

Las salidas de capitales, que han sido categorizadas por agente —personas y empresas, inversionistas institucionales, bancos y exportadores— han estado muy relacionadas a las restricciones cambiarias. Estas han sido eliminadas conforme las condiciones lo han permitido y hoy, en términos generales, la salida de capitales es completamente libre a través del mercado cambiario informal, aunque subsisten algunas limitaciones al acceso de personas y empresas al mercado cambiario formal. En el caso de los bancos e inversionistas institucionales, existen montos máximos para la tenencia de activos externos, relacionados con una regulación prudencial y no con una regulación cambiaria.

Lujos de Capitales

El favorable posicionamiento de la economía chilena en los mercados internacionales queda de manifiesto en la evolución que han experimentado los flujos de capitales hacia el país. Mientras en el período 1990 - 1995 el ingreso promedio de capitales alcanzó a 6,8% del PIB, en el período 1996- 1997 se incrementa a 8,8% y disminuyen a 3,3% en 1998, como consecuencia de la crisis de Asia y sus posteriores repercusiones. Los países del sudeste asiático, sin controles al flujo de capitales, en forma previa a la crisis mostraban ingresos desde el exterior en torno a 10% del PIB. En forma posterior a la crisis, y como consecuencia de la alta volatilidad que la composición del flujo de capitales representaba para estos países, se comienza a observar una salida neta de capitales, haciendo aún más difícil la situación interna de sus economías. Alguno llegó a implementar controles a la salida de capitales.

Como consecuencia de las medidas tendientes a desincentivar el ingreso de capitales especulativos en Chile, se ha producido un importante cambio en la composición de la cuenta de capitales, dando solidez y estabilidad al proceso de apertura: mientras en 1990 el 23% de los flujos de la cuenta de capitales correspondía a mediano plazo y el 42% a créditos de corto plazo, en el período 1997-1998 un 67% de los flujos correspondía a créditos de mediano plazo, y los flujos de créditos de corto plazo registraban una reducción del stock que equivalía al 29% del flujo neto de capitales en 1998. Por su parte, la inversión extranjera ha mostrado un alto dinamismo, aumentando su participación en relación al endeudamiento externo. Mientras en 1990 un 35% de los flujos correspondía a inversión extranjera, en el período 1997-1998 su participación alcanzó a más del 64% de los flujos de capitales. Cabe señalar que estas cifras incorporan la inversión chilena en el exterior, que se ha mostrado creciente año a año, tanto para inversionistas institucionales como para empresas y personas.

La inversión extranjera directa, por su horizonte de largo plazo, está fuertemente asociada a las percepciones de estabilidad económica y política de los inversionistas. Chile, en este sentido, muestra índices extraordinariamente positivos. En efecto, la inversión extranjera directa en nuestro país se situó, en promedio para el período 1996-98, en un nivel algo superior a 6% del PIB. Esta cifra es aproximadamente el doble de la que registra, en términos relativos al producto, el resto de los países latinoamericanos y países del sudeste asiático, y en torno a 50% superior que la de países de Europa Oriental, como Polonia, Hungría y la República Checa.

Esta solidez en las cuentas externas, se ha manifestado en indicadores que reflejan una baja vulnerabilidad de nuestra economía. Las reservas de Chile son casi cuatro veces la deuda externa de corto plazo más las amortizaciones para el presente período. Este mismo indicador para el resto de Latinoamérica y Asia es 0,8 y 1,1, respectivamente. Asimismo, hoy día las reservas equivalen a casi la mitad de la deuda externa total en nuestro país, en circunstancias de que para el resto de Latinoamérica son una cuarta parte y algo más de un tercio para los países asiáticos en que se desató la crisis. Esta posición de solidez está permitiendo sortear los obstáculos generados por la actual crisis de forma tal que la economía nacional está en condiciones de iniciar su recuperación después de una transitoria desaceleración de su ritmo de crecimiento.

Conclusiones

Los positivos resultados económicos alcanzados por el país durante la presente década, reafirman la calidad de las políticas económicas. En particular, la apertura gradual y sostenida de la cuenta de capitales ha sido un proceso exitoso. Desde el año pasado una crisis internacional ha tenido fuertes efectos en el precio de productos básicos; sin embargo, contrariamente a lo

ocurrido en otras etapas de nuestra historia, o a otros países en la coyuntura actual, nuestras cuentas externas se muestran sólidas y la economía supera el trance sólo con una desaceleración temporal del crecimiento. En medio de un escenario internacional deprimido, en que las condiciones externas muestran apenas una tendencia a estabilizarse, es aconsejable la mantención de políticas cautelosas con perspectivas de largo plazo. En este contexto, las políticas del Banco Central buscarán privilegiar una recuperación gradual pero duradera del crecimiento económico, preservando la estabilidad macroeconómica y reiterando su compromiso con un proceso de sostenida reducción de la inflación, así como con el razonable equilibrio de las cuentas externas.

En un seminario auspiciado por el Instituto Maritain, la consideración explícita de los elementos valóricos implícitos en nuestra postura es especialmente necesaria. En palabras de Maritain, "Las ciencias prácticas buscan el conocer, no para conocer, sino para procurar con las acciones el bien del hombre (un bien distintos del puro acto de conocer la verdad)". La integración financiera bien manejada permite aprovechar las oportunidades que ofrece un mundo globalizado mucho más amplio, con más y mejor comercio internacional, con crecimiento económico sostenido y con una gradual convergencia hacia los estándares de vida del mundo desarrollado. Todo esto es muy importante para países en desarrollo que, como Chile, buscan superar la pobreza y ofrecer iguales oportunidades de progreso a todos sus habitantes. Sólo por medio del crecimiento sostenido, alcanzable aprovechando estas oportunidades, el desafío de superación de la pobreza es posible; sólo con crecimiento estable y sostenido se pueden igualar las oportunidades hacia arriba y no hacia abajo, permitiendo el acceso a la educación, a la salud y a mejores niveles y calidad de vida al conjunto de la población. En esta década hay claras señales de progreso en este sentido: los índices de pobreza de Chile han sido reducidos a la mitad y numerosos indicadores muestran importantes avances en materias sociales de educación y salud. La mantención de políticas que contribuyan a la obtención de un crecimiento sostenido en un marco de estabilidad es el mejor aporte que la autoridad monetaria puede hacer al país, generando así condiciones para sostener y acentuar estos avances. La persona humana, y no las políticas en sí mismas, son el centro de nuestra atención y de nuestra obligación ética.

Tal vez debería aquí citar otro pensamiento de Maritain, que está reiterado en varios de sus libros "En los grados del conocimiento" y en "Filosofía de la historia": "La naturaleza tiene leyes que pueden ser inmutables pero los acontecimientos no lo son, los acontecimientos están influidos por muchas causalidades en su dimensión espacio tiempo y, por tanto, los acontecimientos son una mezcla de naturaleza y aventura". Si aplicamos esto a la historia, decía Maritain, además tenemos la libertad del hombre que es la base de su pensamiento filosófico. Con esto las políticas tienen que adaptarse a las necesidades de las circunstancias, la flexibilidad no solo constituye una buena postura técnica sino que una obligación con todos los chilenos.