



Munich Personal RePEc Archive

The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues

Reinhart, Carmen and Calvo, Guillermo and Leiderman, Leonardo

University of Maryland, College Park, Department of Economics

1993

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/13682/>
MPRA Paper No. 13682, posted 02 Mar 2009 17:25 UTC

**DOCUMENTO DE ANÁLISIS Y
EVALUACIÓN DE LA POLÍTICA ECONÓMICA**

© Fondo Monetario Internacional, 1993

El presente estudio es un *Documento de análisis y evaluación de la política económica* y los autores recibirán con agrado todo comentario sobre el texto. Cuando se cite este estudio, deberá indicarse que se trata de un documento del Fondo Monetario Internacional titulado *Documento de análisis y evaluación de la política económica* y mencionarse los autores y la fecha de publicación. Las opiniones aquí expresadas son las de los autores y no representan necesariamente las del FMI.

PPAA/93/10 (S)
ORIGINAL: Inglés

EL PROBLEMA DE LA AFLUENCIA DE CAPITAL:
Conceptos y temas 1/

por

Guillermo A. Calvo, Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart 2/
Fondo Monetario Internacional

Julio de 1993

Resumen

A partir de 1990 los capitales han comenzado a movilizarse desde los países industriales hacia las regiones en desarrollo como América Latina, el Oriente Medio y partes de Asia. El reingreso a los mercados internacionales de capital constituye para muchos países un giro favorable de los acontecimientos. Sin embargo, la afluencia de capital con frecuencia se asocia a las presiones inflacionarias, la apreciación del tipo de cambio real, el deterioro de la cuenta corriente y el auge de los préstamos bancarios. En este trabajo se examina brevemente la forma en que dicha afluencia ha alterado el entorno macroeconómico en varios países asiáticos y latinoamericanos. En el mismo se analizan las ventajas y desventajas de distintas opciones de política.

1/ Los autores desean agradecer a K. Bercuson, S. Dunaway, L. Schadler, y B. Stuart, por sus útiles comentarios y sugerencias.

2/ Cuando se preparó este trabajo, Leiderman, profesor de economía en la Universidad de Tel Aviv, era profesor visitante en el Departamento de Estudios.



I. Introducción

Después de alrededor de una década en la que se registró una afluencia muy escasa de capital a los países en desarrollo, en los años noventa parece haberse iniciado una nueva era en la cual el capital ha comenzado a movilizarse desde los países industriales, como Estados Unidos y Japón, hacia las regiones en desarrollo, como América Latina, el Oriente Medio y partes de Asia. Para América Latina y el Oriente Medio, el reingreso a los mercados internacionales de capital constituye un giro favorable de los acontecimientos, ya que la deuda y la guerra condujeron a estas regiones a una virtual paralización de los ingresos (como es el caso de Argentina) o incluso a un catastrófico colapso (como en el caso del Líbano). Ya los datos preliminares indican que, en la mayoría de los países, la mayor afluencia de capital ha estado acompañada de una reanudación del crecimiento económico y una marcada acumulación de reservas internacionales.

Sin embargo, la afluencia de capital no constituye una absoluta bendición. Las grandes entradas 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, la historia de América Latina proporciona amplias evidencias de que la afluencia masiva de capitales también puede producir burbujas especulativas en el mercado de valores y conducir a una excesiva expansión del crédito interno, haciendo peligrar la estabilidad del sistema financiero. Si dicha afluencia es de corto plazo, estos problemas se intensifican, incrementándose la probabilidad de una abrupta y repentina reversión. No debe sorprender, por lo tanto, que el apuntalamiento de dicha afluencia de

capital constituya actualmente uno de los aspectos fundamentales de la política económica.

El presente documento tiene dos objetivos principales. El primero de ellos es presentar las principales características generales del actual episodio de afluencia de capital a América Latina y Asia Sudoriental y analizar la forma en que dicha afluencia ha afectado el entorno macroeconómico. El análisis se basa en gran medida en Calvo, Leiderman y Reinhart (1992b y 1993), que utiliza datos correspondientes a diez países latinoamericanos y ocho países asiáticos. El segundo objetivo es resumir y efectuar un breve comentario de los principales conceptos y temas que han surgido en el actual debate de políticas. En la sección II se resume la relación básica que existe entre la afluencia de capital, la acumulación de reservas y la brecha entre el ahorro y la inversión nacionales. En la sección III se presenta un breve análisis de las causas de la afluencia de capital, y en la sección IV se examinan algunas características generales. El papel del crédito se analiza en la sección V, y en la sección VI se examina la reacción de las políticas ante la afluencia de capital, para terminar con algunas observaciones finales.

II. Definiciones y características

La afluencia de capital se define como el incremento del endeudamiento internacional neto de los sectores público y privado en un determinado período, y se mide --aunque en forma imprecisa-- por el superávit en la cuenta de capital de la balanza de pagos. Por lo tanto, salvo errores y omisiones, el superávit de la cuenta de capital es igual al exceso de los gastos sobre los ingresos (o sea, el déficit en cuenta corriente) más la

variación de las tenencias oficiales de reservas internacionales. En consecuencia, el incremento de la afluencia de capital puede identificarse con una ampliación del déficit en cuenta corriente y/o la acumulación de reservas 1/.

La cuenta oficial de reservas registra las adquisiciones o ventas de activos oficiales de reserva por parte de los bancos centrales. Por lo tanto, esta cuenta mide la intervención cambiaria oficial de las autoridades, y con frecuencia se la denomina saldo según liquidaciones oficiales o balanza de pagos global. Existen dos tipos opuestos de reacción del banco central ante un incremento de la afluencia de capital. Si no hay intervención, el mayor volumen neto de exportación de activos en la cuenta de capital financia un incremento de la importación neta de bienes y servicios; la entrada de capital no estaría vinculada a variaciones en las tenencias de reservas oficiales por parte de los bancos centrales. En el otro extremo, si las autoridades nacionales intervienen activamente y compran las divisas que entran al país con la afluencia de capital, el incremento de la cuenta de capital se iguala, uno a uno, por un aumento de las reservas oficiales. En este caso no varía la brecha entre el ahorro nacional y la inversión nacional, ni se produce variación alguna en el patrimonio externo neto de la economía. En realidad, en el episodio actual la reacción más común ha sido que las autoridades han intervenido

1/ La contabilidad del ingreso nacional implica que la cuenta corriente es igual a la diferencia entre el ahorro nacional y la inversión nacional. En consecuencia, un incremento del déficit en cuenta corriente puede originarse en un aumento de la inversión, una disminución del ahorro o cualquier combinación de estas variables que resulte en una mayor brecha entre la inversión y el ahorro.

y con frecuencia esterilizado (véase la sección VI) parte de la afluencia de capital.

III. Causas internas y externas

La incidencia de la afluencia de capital varía drásticamente a lo largo del tiempo. Por ejemplo, la afluencia de capital a los países en desarrollo fue relativamente grande a fines de los años setenta y principios de los ochenta; tal afluencia cesó abruptamente con el inicio de la crisis de la deuda en 1982. En efecto, el financiamiento privado que se dirigió a las regiones en desarrollo fue nulo o negativo durante la mayor parte de los años ochenta (véase Calvo, Leiderman y Reinhart (1992a y 1993)). Por lo tanto, un aspecto central de la formulación de políticas es determinar el grado de persistencia de la afluencia de capital. Para evaluar dicha persistencia, así como la conveniencia de la afluencia de capital, resulta fundamental identificar los factores que existen detrás de esa afluencia.

Reviste particular importancia la distinción entre los factores internos y externos que originaron la afluencia de capital. Los factores externos son aquéllos que no se relacionan con las políticas aplicadas por el país en cuestión. Son ejemplos de tales factores, en el caso de economías abiertas "pequeñas": i) la disminución de las tasas de interés internacionales y ii) una recesión en el resto del mundo, que puede estar acompañada de menores oportunidades de lucro en los centros financieros. Como lo sugieren ambos ejemplos, es probable que estos factores tengan un importante componente "cíclico" reversible. Los factores internos, por otra

parte, con mucha frecuencia se relacionan con las políticas internas 1/. Los ejemplos de políticas que atraerían entradas de capital a largo plazo (posiblemente en la forma de inversión directa) son: i) programas exitosos de estabilización de precios, ya que los mismos pueden estar acompañados de mejores elementos económicos fundamentales de la política fiscal y una mayor estabilidad macroeconómica, y ii) las políticas que incrementan en forma verosímil la tasa de rentabilidad de los proyectos de inversión interna (créditos impositivos, canjes de deuda por capital, etc.). Pero las políticas internas también pueden atraer capitales a corto plazo de naturaleza altamente "reversible". Tales políticas incluyen: i) los programas de liberalización del comercio y estabilización de precios no totalmente verosímiles, que probablemente induzcan un auge del consumo y, en consecuencia, un aumento del endeudamiento internacional a corto plazo, o ii) la reducción de aranceles con rigidez de precios, que induce (transitoriamente) la existencia de precios excesivamente elevados de los bienes nacionales y, por ende, un déficit en cuenta corriente ante las expectativas de que el precio relativo de los bienes importables, en comparación con el de los bienes nacionales, se incrementará con el tiempo.

Las evidencias empíricas disponibles para diez países latinoamericanos indican que los factores externos han desempeñado un importante papel en el episodio más reciente; Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) encuentran que dichos factores representaron del 30% al 60% de la varianza en el tipo de cambio real y las reservas, dependiendo del país. Más recientemente,

1/ Por supuesto, los desastres naturales y/o las guerras forman parte de los factores internos, pero se excluirán del análisis.

Chuhan, Claessens y Mamingi (1993) hallaron resultados similares con respecto a las corrientes de bonos y acciones, en las que los factores externos explicaban alrededor de la mitad de tales corrientes en el caso de seis países latinoamericanos. Los resultados obtenidos por dichos autores también indican que, si bien los factores externos también desempeñaron un papel significativo en el estímulo de las corrientes de bonos y capital a varios países asiáticos (en el estudio se utilizaron siete países), los acontecimientos externos fueron mucho menos importantes que los factores internos en esa región. Específicamente, sus resultados indican que las variables internas son de tres a cuatro veces más importantes que las externas en la explicación del comportamiento de las corrientes de capital.

Las bajas tasas de interés a corto plazo en Estados Unidos (las más bajas que se han registrado desde principios de los años sesenta), la menor rentabilidad de otras inversiones, y la recesión que afecta a Estados Unidos y a otros países industriales se han combinado para estimular el desplazamiento del capital hacia regiones en las que el rendimiento es superior. Además, la disminución de las tasas de interés en Estados Unidos ha reducido el costo del servicio de la deuda externa e incrementado la solvencia de los países en desarrollo deudores.

Las reformas internas no pueden explicar por sí solas por qué se ha producido una afluencia de capitales hacia países que no han encarado reformas, y por qué no se ha producido, hasta hace muy poco, en aquellos países que introdujeron reformas con bastante anterioridad a 1990. Sin embargo, el papel fundamental desempeñado por las reformas internas en la atracción de capitales del exterior resulta evidente si se analizan las

importantes diferencias que existen entre los distintos países en el orden de magnitud de dicha afluencia de capital. Por ejemplo, Argentina, Chile y México (países que han encarado importantes reformas internas) han atraído capitales en una magnitud que excede ampliamente las registradas en otros países de la región.

IV. Evidencias de América Latina y Asia

En esta sección se resumen algunos de los principales aspectos del actual episodio de afluencia de capital a América Latina y Asia Sudoriental. Con el fin de documentar los aspectos regionales de este fenómeno, se ha procedido a agregar los datos anuales 1/. Los datos mensuales correspondientes a los distintos países proporcionan un mayor detalle y también se analizan aquí.

1. Afluencia de capital: Órdenes de magnitud

El cuadro 1 presenta un desglose de la balanza de pagos de América Latina en tres cuentas principales. La afluencia de capital en consideración aparece en la forma de superávit en la cuenta de capital, de alrededor de US\$24.000 millones en 1990, alrededor de US\$39.000 millones en 1991 y US\$53.000 millones en 1992. De esta manera, en los últimos tres años, América Latina ha recibido tanto capital como durante todo el período 1982-89. Puede verse que una parte sustancial de dicha afluencia se ha canalizado hacia las reservas, que se incrementaron en unos US\$52.000 millones en 1990-92. Si se considera la totalidad del período 1990-92, la afluencia neta de capital se dividió en partes casi iguales entre una

1/ Para los propósitos de esta sección, América Latina comprende el mismo conjunto de países incluidos bajo América en Perspectivas de la economía mundial y Estadísticas financieras internacionales, del FMI.

ampliación del déficit en cuenta corriente y un incremento de las reservas oficiales 1/. Lo primero sugiere que la afluencia de capital ha estado vinculada a un incremento de la brecha entre la inversión nacional y el ahorro nacional. En algunos países, una parte importante de la afluencia ha financiado aumentos de la inversión privada, mientras que en varios países se ha observado un marcado incremento del consumo privado 2/. El notable incremento de las reservas oficiales, a su vez, indica que la afluencia de capital encontró un grado más bien elevado de intervención en el mercado de divisas por parte de las diversas autoridades monetarias. El gráfico 1, que contiene los datos mensuales de las reservas internacionales de los países de nuestra muestra, indica que en la mayoría de los países se observa una pronunciada tendencia ascendente en el volumen de las reservas internacionales a partir de alrededor del primer semestre de 1990. Parte de la mayor afluencia de capital representa repatriación de capitales anteriormente fugados, aunque también hay nuevos inversionistas en América Latina 3/.

1/ Para la totalidad de América Latina, el 45% de la afluencia se canalizó a la acumulación de reservas, y el resto financió mayores déficit en cuenta corriente. En el caso de Asia, durante el período comprendido entre 1989 y 1992, la proporción de la afluencia de capital que se canalizó a la acumulación de reservas fue del 62%.

2/ Estas cifras, proporcionadas por los autores, expresan la inversión y el consumo como participación en el PIB y se basan en datos preliminares de las cuentas del ingreso nacional correspondientes a 1991. En el caso de México, el coeficiente inversión total, que sólo se ha incrementado en forma modesta, oculta una importante variación en la composición; la inversión privada se ha incrementado notablemente, pero se ha visto contrarrestada en gran medida por una disminución de la inversión pública.

3/ Sobre el papel de las diversas medidas de política destinadas a revertir la fuga de capitales --como amnistías, liberalización de la cuenta de capital e introducción de instrumentos internos denominados en moneda extranjera-- véanse Collins y otros (diciembre de 1992), y Mathieson y Rojas-Suárez (1992).

América Latina no ha sido la única región que ha recibido una considerable afluencia de capital en los últimos años. En efecto, los capitales comenzaron a afluir a Tailandia en 1988 y a un número más amplio de países asiáticos en distintos momentos durante el período comprendido entre 1989 y 1990 (véanse Bercuson y Koenig (1993) y Chuhan, Claessens y Mamingi (1993)). Como indica el cuadro 2, la afluencia de capital ascendió a US\$144.000 millones en el período 1989-92. Si bien el acceso a los mercados internacionales de crédito no estuvo tan seriamente limitado para los países de Asia como para sus contrapartes más endeudadas de América Latina, el ritmo de la afluencia, especialmente a los países de Asia Sudoriental, se aceleró notablemente en los últimos cuatro años 1/. Como en el caso de América Latina, con frecuencia se ha sostenido que los acontecimientos ocurridos fuera de la región han contribuido a la afluencia de capital a un grupo de países que, en su conjunto, aplican políticas muy diversas y cuyos entornos macroeconómicos muestran diferencias muy considerables. Específicamente, se sostiene que los menores márgenes de utilidades en Japón y Estados Unidos han inducido a las empresas japonesas y, en menor medida, a las estadounidenses, a relocalizarse en zonas en las que prevalecen salarios más bajos 2/.

Como ocurre en la mayoría de los países latinoamericanos, durante el período de afluencia de capital comprendido entre 1989 y 1991 (véase el gráfico 2) se observa una marcada acumulación de reservas internacionales.

1/ Durante los cuatro años anteriores, la afluencia total a la región ascendió a US\$81.000 millones.

2/ Véase en Bercuson y Koenig (1993) una comparación de los ingresos del trabajo en algunos de estos países de Asia con los de Estados Unidos y Japón.

La fuerte acumulación de reservas internacionales en los ocho países asiáticos considerados sugiere que también en estos países la afluencia de capital encontró un elevado grado de intervención 1/.

2. Efectos macroeconómicos

Al comparar la uniformidad empírica de la experiencia latinoamericana y asiática, surgen varias interesantes similitudes. En primer lugar, como lo ilustra el cuadro 3, el cambio del saldo de la cuenta de capital (como porcentaje del PIB) es de un orden similar de magnitud para los países estudiados en ambas regiones. En el caso de los países latinoamericanos de nuestra muestra, la variación en la cuenta de capital asciende al 3,3% del PIB, mientras que en los países asiáticos el superávit de la cuenta de capital se amplía en 2,7%. En segundo lugar, como ya se mencionó, un importante efecto de la mayor afluencia de capital, tanto entre países como entre regiones, es la marcada acumulación observada en las reservas internacionales. En tercer lugar, durante las primeras fases del incremento de la afluencia de capital, se observa un marcado aumento en el precio de las acciones. Durante 1991, el precio de las acciones (expresado en dólares de Estados Unidos) registró aumentos del 400% en Argentina y de alrededor del 100% en Colombia, Chile y México. De igual forma, durante 1988-89, en varios de los mercados incipientes de valores de Asia los rendimientos superaron por un considerable margen los de los mercados estadounidenses y japoneses. El grupo de países asiáticos de la CFI, que incluye Corea, Malasia, Tailandia y Taiwan, mostraron rendimientos totales (en dólares) de

1/ A partir de 1992, para la región en su totalidad, las reservas internacionales se mantuvieron en un nivel de US\$247.000 millones, en comparación con US\$151.000 millones en 1988.

83% y 57% en 1988 y 1989, respectivamente 1/. Por último, en ambas regiones la afluencia de capital ha estado acompañada de una aceleración del crecimiento económico.

Existen, sin embargo, marcadas diferencias entre Asia y América Latina en cuanto al impacto macroeconómico de la afluencia de capital. Como lo indica el gráfico 3, en América Latina, en la mayoría de los países de nuestra muestra, la afluencia de capital ha estado acompañada de una apreciación del tipo de cambio real 2/; en Asia dicha apreciación no constituye la norma (gráfico 4) 3/ 4/.

Si bien es probable que existan muchas razones por las cuales el tipo de cambio real reacciona en forma diferente en ambas regiones ante la afluencia de capital, las grandes diferencias en la composición de la demanda agregada pueden desempeñar un papel fundamental en el hecho de que el tipo de cambio real se aprecie o no. Como se resume en el cuadro 3, en los países asiáticos la inversión, como porcentaje del PIB, se incrementa alrededor de 3 puntos porcentuales durante el período de afluencia de capital. En cambio, en los países latinoamericanos, como promedio (existen

1/ La mayoría de los mercados de valores latinoamericanos han dejado recientemente de registrar las ganancias anteriores. De igual forma, los mercados asiáticos se debilitaron durante 1990 y 1991, después del auge anterior.

2/ Entre la excepciones de nuestra muestra figuran Bolivia, Brasil y Ecuador, este último sólo ha registrado una muy ligera mejoría en la cuenta de capital.

3/ La apreciación del Won durante 1988-89 antecede al alza registrada de la afluencia de capital.

4/ Se utilizan los índices del FMI sobre el tipo de cambio efectivo real; de ahí que la apreciación esté representada por un incremento del índice.

pronunciadas diferencias entre los países 1/), la inversión decrece, es decir que la afluencia de capital durante el periodo 1990-92 está principalmente asociada con una disminución del ahorro privado y un mayor consumo 2/. Con frecuencia ha ocurrido en estos países que el incremento de la inversión se concentra principalmente en los bienes de capital importados. Por otra parte, en relación con la inversión, el aumento del consumo se inclina menos hacia los bienes comerciados. A igualdad de otras circunstancias, la observación anterior sugeriría que es más probable que el tipo de cambio real se aprecie cuando la afluencia de capital financia el consumo que cuando financia la inversión 3/. Otro elemento que influye sobre el tipo de cambio real afectando el nivel y la composición de la demanda agregada es el comportamiento del consumo del sector público. En algunos de los países asiáticos, principalmente Tailandia, la afluencia de capital coincidió con una contracción del gasto fiscal 4/. Varios países latinoamericanos también han aplicado importantes programas de ajuste fiscal que, sin embargo, han precedido al aumento de la afluencia de capital. Estos recortes en los gastos pueden reducir o eliminar las presiones sobre

1/ Por ejemplo, Chile y México han registrado aumentos de la inversión durante 1990-92. Recientemente, hay indicios de incremento de la inversión en países como Argentina y Colombia.

2/ La situación inicial muy diferente en materia de exceso de capacidad entre ambas regiones puede contribuir a explicar la razón por la cual la inversión aumenta en Asia y no en América Latina. La mayoría de los países asiáticos entró en el episodio de afluencia de capital en una situación mucho más cercana a la plena utilización de la capacidad instalada que sus contrapartes de América Latina (con la excepción de Chile), donde el crecimiento ha sido lento o inexistente.

3/ Ello por supuesto no explica los casos de Corea y Chile, en los que la apreciación del tipo de cambio real se ha producido conjuntamente con un marcado incremento de la inversión.

4/ Esta contracción inicial, sin embargo, no se mantuvo (véase Bercuson y Koenig (1993)'

el tipo de cambio real a través de dos canales: en primer lugar, la contracción fiscal tiende a reducir la demanda agregada; en segundo lugar, el consumo del sector público puede estar más sesgado hacia los bienes no comercializados que el del sector privado 1/. Otra razón que puede explicar por qué no se materializó la apreciación del tipo de cambio real fue la conducción de la política monetaria. Las políticas de esterilización tuvieron escaso éxito en la contención del crecimiento monetario en varios países latinoamericanos. En los países asiáticos, la experiencia obtenida con las políticas de esterilización ha sido diversa. En algunos de ellos, como Malasia, las agresivas operaciones de mercado abierto que caracterizaron los esfuerzos de esterilización tuvieron el efecto de elevar aún más las tasas de interés a corto plazo y de atraer una mayor afluencia a corto plazo (como ocurrió en el caso de Colombia en 1991) (véase Koenig y Bercuson (1993). En países como Singapur, existen algunos indicios de que la política de esterilización tuvo más éxito para limitar la expansión del crédito y los agregados monetarios, (véase Reisen (1993) 2/). Si se limita exitosamente la aceleración del crecimiento del crédito, se restringe la demanda agregada y se atenúa la presión sobre los precios de los bienes no comercializados. Otro factor que puede haber contribuido a limitar la expansión de los agregados monetarios y crediticios en las experiencias asiáticas es el hecho de que, como se analizará más adelante, una mayor

1/ Ello no sugiere que no haya habido ajuste fiscal en varios países latinoamericanos, sino más bien que su oportunidad no coincidió con la afluencia de capital.

2/ Las conclusiones a las que se llega en ese trabajo acerca de las experiencias de Malasia e Indonesia son debatibles.

proporción de la afluencia se produce en la forma de inversión directa extranjera. Dado que esta última, por lo general, no se intermedia a través del sistema bancario interno, no se produce una concomitante expansión del crédito interno (véase la sección V).

Otra notable diferencia entre Asia y América Latina es la composición de la afluencia de capital. Mientras que en los países asiáticos el 44% del incremento de la afluencia de capital se produjo en la forma de inversión directa extranjera, en los países latinoamericanos la inversión directa representó el 17% de dicho incremento. Esta diferencia puede ayudar a explicar la razón por la que la preocupación acerca del "capital especulativo" y una repentina reversión es más generalizada en los círculos latinoamericanos de política que entre sus contrapartes de Asia. Ello también puede explicar, en parte, la razón por la que el incremento de la inversión es muy superior en la mayoría de los países asiáticos.

V. El papel del crédito

Si bien el impacto de la afluencia de capital sobre el tipo de cambio real y, por consiguiente, sobre la competitividad internacional constituye una importante fuente de preocupación para los responsables de la formulación de políticas, existen otros aspectos de la economía que son particularmente vulnerables a las variaciones de los flujos de capital y que reciben menos atención. Uno de ellos es el sistema bancario o financiero, que intermedia parte de esa afluencia de capital. En esta sección se examinan algunos de los vínculos que existen entre la afluencia de capital, la creación de crédito interno y la cuenta corriente, y se ponen de relieve

algunos de los problemas que pueden surgir ante un aumento de la afluencia de capital.

Por su propia naturaleza, la afluencia de capital requiere el funcionamiento de mercados de crédito. En principio, la intermediación interna no es estrictamente necesaria. Un consumidor o inversionista interno, por ejemplo, podría obtener préstamos en los mercados internacionales, y utilizar los recursos para adquirir los bienes y servicios deseados. Además, la inversión directa extranjera raramente se vale de la intermediación interna. Sin embargo, en la práctica, los mercados crediticios internos (en particular, los bancos) desempeñan un papel fundamental en relación con la afluencia de capitales.

El papel de los bancos nacionales 1/ se estimula si se les permite ofrecer tasas de interés competitivas y el encaje legal no es muy grande. Un ejemplo típico en el que los bancos desempeñan un papel central es cuando las autoridades monetarias esterilizan la totalidad o parte de la afluencia mediante la emisión de letras de Tesorería. Éstas podrían venderse fuera del sistema bancario. Sin embargo, la intermediación de los bancos proporciona "liquidez" a esas letras. Este sería claramente el caso si las letras de Tesorería fueran adquiridas con recursos provenientes de depósitos transferibles. No debe sorprender, entonces, que existan muchos ejemplos de esterilización en los cuales los bancos han terminado siendo los principales inversionistas en letras de Tesorería.

1/ Se entiende por bancos nacionales aquéllos que operan en el país en cuestión, aunque su sede pueda estar ubicada en otro lugar.

Sin embargo, los bancos también pueden desempeñar un importante papel en episodios que no sean de esterilización. Los depósitos bancarios resultan atractivos para los inversionistas a corto plazo que, típicamente, "estacionan" sus recursos en un banco local en espera de mejores oportunidades en el exterior o, a veces, en el país. Los bancos, a su vez, invierten esos recursos en el exterior o en el país. No es probable que los bancos recurran a la inversión en el exterior, ya que los bancos nacionales no pueden competir con los bancos extranjeros en los mercados externos. Por lo tanto, es probable que esos recursos sean prestados en el país para financiar proyectos a corto plazo.

Las dos principales preocupaciones acerca de la intermediación de las corrientes internacionales de capital a través del sistema bancario interno son: i) que las tasas de interés reflejen el "riesgo del país", y ii) el seguro explícito o implícito sobre los depósitos bancarios. El primer factor implica normalmente la existencia de tasas de interés internas muy superiores a las internacionales. Si los recursos se canalizan hacia la compra de letras de Tesorería, cuyo producto se invierte en reservas internacionales (por ejemplo, bonos del Tesoro de Estados Unidos), tales operaciones incrementan el déficit del sector gobierno (incluido el banco central). El costo fiscal correspondiente podría ser sustancial cuando se recurre a la esterilización masiva de la afluencia de capital, como lo ilustran las recientes experiencias en Egipto y Colombia. Por otra parte, si los recursos se prestan al sector privado, es probable que gran parte de ellos no se canalice hacia inversiones en capital humano o físico en el país.

El seguro gratis de los depósitos bancarios, punto ii) del párrafo anterior, es causa de preocupación porque, entre otras cosas, induce a los bancos a prestar escasa atención a la equiparación de los vencimientos de los depósitos con los de los préstamos, siendo los primeros normalmente más breves que los segundos. Un incremento de los préstamos puede de esta manera crear o agravar un desequilibrio entre los vencimientos de los activos y los pasivos bancarios. Por ende, una repentina salida de capitales puede originar una crisis financiera. Ello es particularmente cierto si la afluencia de capital no es esterilizada y es, en consecuencia, prestada por los bancos al sector privado, el cual, como se señaló antes, probablemente invierta los recursos en activos no líquidos o los utilice para financiar gastos corrientes. El seguro gratis es aún más perjudicial cuando está acompañado de una deficiente supervisión bancaria. En estas condiciones, los bancos tampoco están sujetos a una estrecha vigilancia por parte del sector privado, ya que este último se basa en el banco central, digamos, en el caso de que un banco tropiece con dificultades financieras. Sin embargo, el seguro debe ser financiado por alguien en la sociedad, lo que significa que tales esquemas incrementan el riesgo país, impidiendo de esta manera que las tasas de interés internas converjan hacia sus niveles internacionales.

1. El crédito y la cuenta corriente

Además de la vulnerabilidad del sector bancario, existen otras razones para que la inadecuada intermediación constituya una fuente de preocupación. Por ejemplo, los préstamos al sector privado pueden resultar excesivos por alguna de las siguientes tres razones: en primer lugar, las distorsiones

estáticas (por ejemplo, la rigidez salarial, la competencia imperfecta); en segundo lugar, las distorsiones dinámicas (o del mercado de capital), que incluyen el seguro no pagado de depósitos (que ya se analizó) y la falta de credibilidad en los anuncios de política; y en tercer lugar, las consideraciones de distribución del ingreso. El papel de las distorsiones en la inducción a una intermediación financiera inadecuada es directo. Las distorsiones estáticas pueden conducir a una selección errada de tecnologías, cuyos efectos perjudiciales se magnifican por el acceso al crédito externo. Por su parte, las distorsiones dinámicas inducen directamente a un tipo inadecuado de intermediación. El último punto corresponde al caso en el cual el resultado del mercado no es óptimo desde el punto de vista de los responsables de la política económica debido a los efectos no deseados sobre la distribución del ingreso (ya sea entre los miembros de la misma generación o a través de diferentes generaciones).

En resumen, es probable que los efectos perjudiciales de la intermediación interna se incrementen frente a una afluencia masiva de capital. Y tales efectos probablemente serán mayores si la afluencia es principalmente a corto plazo.

VI. Políticas macroeconómicas

La respuesta óptima de política ante la afluencia de capital es en gran medida una función de la persistencia anticipada de dicha afluencia y de la naturaleza de los mercados internos de crédito. Además, el "entorno de política" prevaleciente (o sea, si la economía está atravesando o no un programa de estabilización de precios) y el grado de credibilidad de que

gozan las autoridades también constituyen determinantes fundamentales de la forma y la oportunidad de la respuesta apropiada.

La argumentación de una intervención de política surge de las principales preocupaciones de los responsables de la formulación de políticas: 1) Ya que la afluencia de capital con frecuencia está asociada con una apreciación del tipo de cambio real y con una mayor inestabilidad del tipo de cambio, se teme que pueda afectar negativamente al sector exportador. 2) Como se señaló antes, la afluencia de capital --especialmente cuando es masiva-- puede no estar intermediada en forma adecuada y, por lo tanto, puede conducir a una asignación ineficiente de los recursos (véase el punto i) de la sección anterior) y, posiblemente, a excesivos déficit en cuenta corriente. 3) La afluencia de capital --especialmente cuando se trata de "capital especulativo"-- podría revertirse a corto plazo, conduciendo posiblemente a una crisis financiera interna 1/. Estas preocupaciones con frecuencia han llevado a las autoridades a reaccionar ante la afluencia de capital poniendo en práctica una amplia variedad de medidas de política. En el resto de esta sección se examinan los méritos relativos de algunas de estas políticas 2/.

1. Política monetaria y cambiaria

Si un país es como un Estado de Estados Unidos, un régimen de tipos de cambio fijos y de no esterilización de la afluencia de capital resulta

1/ Como se destaca en el punto ii) de la sección anterior, esta crisis puede originarse en un serio desequilibrio de vencimientos entre los activos y los pasivos de los bancos.

2/ Para un análisis de estos temas desde la perspectiva de las políticas monetaria y cambiaria chilenas, véase Zahler (1992).

factible, y posiblemente deseable. Por otra parte, cuando existen mercados de crédito internos que funcionan deficientemente, un país que está llevando a cabo un programa de estabilización basado en el tipo de cambio, por ejemplo, probablemente prefiera la esterilización, a menos que, o hasta que, los costos fiscales resulten exorbitantes. Ello ocurre debido a que la esterilización puede permitir un control más estrecho de la liquidez (véase Calvo y Végh (1992)), y un repentino incremento de las salidas de capital puede enfrentarse sin mayores problemas mediante una pérdida equivalente de reservas, sin afectar el crédito al sector privado. Además, si la credibilidad de las autoridades monetarias no está bien establecida y está directamente vinculada al comportamiento de los agregados monetarios y crediticios, la esterilización podría estar justificada con el fin de contener el crecimiento de esos agregados. En efecto, la intervención esterilizada (en distintos órdenes de magnitud) ha sido la respuesta más común frente al incremento de la afluencia de capital en Asia y América Latina.

Se presenta una seria dificultad cuando el costo fiscal de la esterilización es elevado y los fondos internacionales son altamente inestables. Además, en algunos casos (como en Colombia y Malasia) las políticas de esterilización han elevado las tasas de interés internas, estimulando aún más la afluencia de capital. En estas circunstancias, existen tres importantes opciones de política monetaria: i) permitir la flotación del tipo de cambio; ii) incrementar el requisito marginal de efectivo/depositos, y iii) recurrir a la intervención no esterilizada.

La opción i) --permitir la flotación del tipo de cambio-- tiene la ventaja de hacer que la oferta monetaria y el crédito interno sean exógenos con respecto a la afluencia de capital. Si bien ninguno de los países analizados ha pasado a un sistema de tipo de cambio flotante, algunos países, como Chile y México, han ampliado la banda dentro de la cual se permite fluctuar al tipo de cambio. Entre los países asiáticos, Malasia y Taiwan han permitido una cierta apreciación nominal. Se sostiene que la gran incertidumbre cambiaria puede desalentar la afluencia especulativa a corto plazo. La principal desventaja de la flotación pura es que la afluencia masiva de capital puede inducir a una marcada apreciación nominal y real de la moneda nacional. Esto último puede perjudicar a sectores estratégicos de la economía, como las exportaciones no tradicionales. Este es claramente el caso si la apreciación real es persistente. Pero, aun cuando no ocurre esto último, la mayor inestabilidad del tipo de cambio real puede tener efectos negativos sobre los sectores de bienes comerciables, en la medida en que los mercados de futuros se hallen en sus primeras etapas. Para evitar la inestabilidad cambiaria asociada con una flotación pura y seguir limitando el impacto de la afluencia de capital sobre la masa monetaria, varios países (Colombia, Malasia, Singapur, la Provincia china de Taiwan) han permitido una cierta apreciación del tipo de cambio nominal. En la medida en que haya una apreciación del tipo de cambio real de equilibrio, esta política tiene la ventaja de permitir que la apreciación real se haga efectiva de una sola vez a través de la apreciación nominal del tipo de cambio en lugar de gradualmente mediante el aumento de la inflación.

La opción ii) --incrementar el coeficiente de reserva marginal-- que ha sido utilizada en Chile y Malasia, reduce la capacidad de prestar que tienen los bancos. Considérese el caso de que el coeficiente de reserva marginal se fije en el 100% de los depósitos que superen un determinado punto de referencia. Una vez alcanzado dicho punto, los bancos carecerían de incentivos para pagar intereses sobre los depósitos. Supongamos que el tipo de cambio sea fijo. En tal caso, la nueva afluencia de capital que no se canaliza directamente al financiamiento del déficit en cuenta corriente se cambia en moneda local al tipo de cambio fijo. Si las autoridades monetarias no esterilizan esos fondos, estos últimos no se prestarán a través del sistema bancario (debido al coeficiente del 100%), evitándose así la expansión del crédito bancario asociada a la intervención no esterilizada. Además, como las tasas de interés de los depósitos se reducirán a cero si la masa de depósitos excede el mencionado punto de referencia, el incremento del coeficiente de reserva marginal actuará como freno de la afluencia de capital. Una desventaja de esta política de coeficiente de reserva es que a lo largo del tiempo puede promover la desintermediación, en la medida en que se desarrollen nuevas instituciones que permitan obviar estas reglamentaciones. Con el tiempo, esas instituciones podrían volverse tan grandes que pasen a estar cubiertas por el seguro del banco central (por el principio de que "son demasiado grandes para fracasar"), recreando todos los problemas asociados a la intervención no esterilizada. Por lo tanto, es probable que el incremento del coeficiente de reserva marginal sólo resulte efectivo en el corto plazo.

La opción iii) --la intervención no esterilizada-- supone el riesgo de generar un sistema financiero vulnerable, como se señaló anteriormente. En consecuencia, una opción de este tipo se vuelve más atractiva cuanto menor sea la capacidad del sistema bancario para incrementar los préstamos al sector privado. En la medida en que nos acercamos al caso límite, en el cual el sistema bancario no puede intermediar más fondos, una afluencia adicional de capital a través del sistema bancario ejercerá una fuerte presión a la baja sobre las tasas de interés. Ello presentará la ventaja de reducir el ritmo de la afluencia de capital y de disminuir el costo fiscal de la deuda interna. Argentina constituye un ejemplo de política de intervención no esterilizada.

2. Política fiscal

Algunos países --Israel en 1978 y Chile en 1991-- han aplicado impuestos sobre los empréstitos a corto plazo obtenidos en el exterior. Si bien esta política resulta eficaz en el corto plazo, la experiencia sugiere que el sector privado encuentra rápidamente formas de evadir esos impuestos, mediante la sobrefacturación y la subfacturación de importaciones y exportaciones, y recurriendo en mayor medida a los mercados paralelos financieros y de divisas.

Otra reacción a la afluencia de capital podría ser la aplicación de una política fiscal restrictiva, como la que Tailandia adoptó en forma transitoria. Si bien esta política probablemente no detenga la afluencia de capital, puede contener su impacto inflacionario y disminuir la demanda

agregada 1/. En ese contexto, la elevación de impuestos puede resultar menos eficaz que la reducción de los gastos del gobierno. Con frecuencia, cuando se dispone ampliamente de crédito --como ocurre cuando el país se ve sometido a una afluencia masiva de capital-- los gastos de los particulares pueden ser en gran medida independientes de su responsabilidad tributaria. Ello es particularmente cierto si se espera que los impuestos sean transitorios, expectativa en cierta medida razonable, ya que los mayores impuestos estarían asociados a entradas transitorias de capital. En cambio, el menor gasto del gobierno --en particular cuando los gastos se destinan a la compra de bienes y servicios no comercializados-- ejerce un impacto directo sobre la demanda agregada, que difícilmente se verá contrarrestada por una expansión de la demanda del sector privado. Sin embargo, la contracción del gasto del gobierno siempre constituye un tema sensible desde el punto de vista político. En general, resulta difícil argumentar con fundamento en favor del ajuste de la política fiscal --que, por lo general, se formula sobre la base de consideraciones a mediano o largo plazo-- en respuesta a las fluctuaciones a corto plazo de los flujos internacionales de capital. Sin embargo, si las autoridades han contemplado una orientación fiscal más restrictiva, la afluencia de capital puede requerir la adopción de prontas medidas en este sentido.

1/ Además, en la medida en que reduce la necesidad del gobierno de emitir títulos de deuda, también es probable que una política más restrictiva reduzca las tasas de interés internas.

3. Política comercial

Las medidas de política comercial pueden contribuir a aislar al sector exportador de la apreciación del tipo de cambio real. Una posibilidad es el otorgamiento de mayores subsidios a la exportación. Sin embargo, esta política distorsiona la asignación de recursos entre bienes exportables e importables, y su costo fiscal podría ser sustancial. Como alternativa, las autoridades podrían incrementar en la misma proporción los subsidios a la exportación y los aranceles de importación --de manera de evitar crear discrepancias relativas adicionales entre la relación de intercambio interna y externa-- y anunciar que tales subsidios/aranceles se eliminarán gradualmente en el futuro. En efecto, si el sector privado percibe que esas medidas serán transitorias, es probable que los agentes sustituyan gastos presentes por futuros, contribuyendo a "enfriar" la economía y atenuar la apreciación del tipo de cambio real. No es necesario que el costo fiscal de este conjunto de medidas sea elevado, en particular si el déficit comercial es reducido. Además, las distorsiones estáticas no se incrementan, ya que tal política comercial no modifica las distorsiones iniciales de los precios relativos entre exportaciones e importaciones. Sin embargo, esta política puede criticarse desde varios puntos de vista. En primer lugar, su eficacia depende de que el sector privado crea que esos subsidios/aranceles se eliminarán gradualmente en el futuro. En segundo lugar, dicha política --como la anterior que sólo involucraba subsidios-- se desvía de la tendencia mundial hacia la apertura del comercio y los acuerdos de libre comercio. Como lo han demostrado las experiencias pasadas, tales medidas

proteccionistas con frecuencia han conducido a represalias y reducciones del bienestar.

4. Reglamentación y supervisión bancaria

Como se señaló anteriormente, el intento de aislar al sistema bancario de los flujos de capital a corto plazo constituye una meta atractiva en aquellos casos en que la mayor parte de la afluencia toma la forma de mayores depósitos bancarios a corto plazo. La reglamentación que limita el grado de exposición crediticia de los bancos a la inestabilidad de los mercados inmobiliarios y de acciones contribuiría a aislar al sistema bancario de las burbujas especulativas asociadas a una afluencia considerable de capital. En este sentido, un sistema de requisitos de capital basado en el riesgo, conjuntamente con una adecuada supervisión bancaria que asegure el cumplimiento de tales requisitos, podría ayudar a aislar al sistema bancario interno de los caprichos de los flujos de capital.

V. Consideraciones finales

Es probable que el examen anterior peque de pesimista, al poner de relieve los riesgos asociados a la afluencia de capital. El panorama general, sin embargo, es menos sombrío. Como se señaló antes, varios países asiáticos han experimentado una afluencia de capital similar a la de los países latinoamericanos sin la considerable apreciación concomitante del tipo de cambio real. Parte de la razón de esto último parece ser el hecho de que gran parte de la afluencia de capital a estos países asiáticos ha asumido la forma de inversión directa. Ello, por supuesto, pone en tela de juicio muchas de las preocupaciones señaladas más arriba. La cuestión

clave, sin embargo, es cómo lograr esta composición favorable de los flujos de capital. En este sentido, consideramos que no existen "trucos" de política que puedan lograrlo. Para inducir a los inversionistas a invertir sus capitales en un país falto de crecimiento, los responsables de la formulación de políticas deben estar en condiciones de suscitar un alto grado de credibilidad, y estar dispuestos a respaldar políticas claras y simples orientadas hacia el mercado. Aun en ese caso, puede transcurrir algún tiempo antes de que se produzca una sustancial inversión directa.

Por lo tanto, hasta que se logre la credibilidad, los países deberán proceder con cautela con respecto a la intermediación de los flujos de capital, en especial si se percibe que son principalmente de corto plazo y están sujetos a una rápida reversión. En un principio, nos inclinaríamos a favor de la limitación en la intermediación de esos flujos --mediante una intervención esterilizada, una mayor flexibilidad cambiaria y/o un mayor coeficiente de reserva marginal-- seguida por una gradual monetización de los mismos (por ejemplo, mediante una intervención no esterilizada) quizás acompañada de una apreciación de la moneda. La etapa de la intervención no esterilizada, sin embargo, podría acelerarse si la disponibilidad de crédito es limitada y/o si los costos cuasifiscales son elevados, y si la creación implícita de crédito y dinero no ejerce fuerte presión para acelerar la inflación.

Bibliografía

- Bercuson, K. y L. Koenig, "The Recent Surge in Capital Inflows to Asia: Cause and Macroeconomic Impact" (Occasional Paper del FMI de próxima publicación, 1993).
- Calvo, G., "The Perils of Sterilization", en Staff Papers, FMI, vol. 38 (1991), págs. 921-26.
- _____ y C. A. Végh, "Currency Substitution in Developing Countries: An Introduction", en Revista de Análisis Económico No. 7 (1992), págs. 3-27.
- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart, "Capital Inflows to Latin America: The Role of External Factors", en Staff Papers, FMI, vol. 40 (1993), págs. 108-51.
- _____, "Capital Inflows to Latin America: The 1970's and the 1990's", documento de trabajo del FMI, WP/92/85 (1992), de próxima publicación en Development, Trade and the Environment, E. Bacha (encargado de la edición), Londres: Macmillan Press.
- _____, "Capital Inflows to Latin America: With a Reference to the Asian Experience", de próxima publicación en Money and Finance in the Open Economy, S. Edwards (encargado de la edición).
- Chuhan, P., S. Claessens y N. Mamingi, "Equity and Bond Flows to Latin America and Asia: The Role of External and Domestic Factors" (manuscrito inédito; Banco Mundial, mayo de 1993).
- Collins, C., J. Clark, R. Feldman, A. Mansur, P. Mylonas, K. Parker, R. Renhack, P. Szymczak y L. Pauly, Private Market Financing for Developing Countries, World Economic and Financial Survey Series (Washington: Fondo Monetario Internacional, diciembre de 1992).
- El-Erian, M. A., "Restoration of Access to Voluntary Capital Market Financing", en Staff Papers, FMI, vol. 39 (1992), págs. 175-94.
- Fondo Monetario Internacional, Departamento de Estudios, Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows, Occasional Paper No. 77 (Washington: Fondo Monetario Internacional, marzo de 1991).
- Mathieson, D. J. y L. Rojas-Suárez, "Liberalization of the Capital Account: Experiences and Issues", documento de trabajo del FMI, WP/92/46 (1992).
- Reisen, H., "The Impossible Trinity in South-East Asia", en International Economic Insights (Institute for International Economics, Washington), (de próxima publicación, 1993).

Rodríguez, C., "Situación Monetaria y Cambiaria en Colombia" (manuscrito inédito; Buenos Aires, Argentina: CEMA, noviembre de 1991).

Zahler, M. R., "Política Monetaria en un Contexto de Apertura de Cuenta de Capitales", en Boletín Mensual No. 771, Banco Central de Chile (mayo de 1992), págs. 1169-80.

Cuadro 1. América Latina: Balanza de pagos; 1985-92

Año	Balanza de bienes, servicios y transfe- rencias privadas 1/ Miles de millones de dólares de EE.UU. (1)	Saldo de la cuenta de capital incluidos errores y omisiones netos 1/ Miles de millones de dólares de EE.UU. (2)	Variación de las reservas 2/ Miles de millones de dólares de EE.UU.
1985	-5,5	6,5	-1,0
1986	-19,8	13,2	6,6
1987	-11,8	15,0	-3,2
1988	-13,4	5,7	7,7
1989	-10,1	12,7	-2,6
1990	-8,5	23,6	-15,1
1991	-20,5	38,9	-18,4
1992	-34,6	53,4	-18,8

1/ El signo menos indica déficit en la cuenta correspondiente. La balanza de bienes, servicios y transferencias privadas equivale a la balanza en cuenta corriente, excluidas las transferencias oficiales. A efectos de este cuadro, estas últimas se consideran financiamiento externo y se incluyen en la cuenta de capital.

2/ El signo menos indica un aumento.

Cuadro 2. Asia: Balanza de pagos; 1985-92

Año	Balanza de bienes, servicios y transfe- <u>rencias privadas</u> 1/ Miles de millones de dólares de EE.UU. (1)	Saldo de la cuenta de capital incluidos errores y <u>omisiones netos</u> 1/ Miles de millones de dólares de EE.UU. (2)	Variación de <u>las reservas</u> 2/ Miles de millones de dólares de EE.UU.
1985	-18,7	22,7	-4,0
1986	-1,1	25,5	-24,4
1987	14,8	24,7	-39,5
1988	2,6	8,7	-11,3
1989	-8,1	17,1	-9,0
1990	-10,0	31,7	-21,7
1991	-10,2	48,9	-38,7
1992	-25,2	46,3	-21,1

1/ El signo menos indica déficit en la cuenta correspondiente. La balanza de bienes, servicios y transferencias privadas equivale a la balanza en cuenta corriente, excluidas las transferencias oficiales. A efectos de este cuadro, estas últimas se consideran financiamiento externo y se incluyen en la cuenta de capital.

2/ El signo menos indica un aumento.

Cuadro 3. Indicadores principales para países seleccionados de América Latina y de Asia
(Porcentaje del PIB)

América Latina

	Argentina	Bolivia	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	México	Perú	Uruguay	Venezuela	Promedio de los 10 países
Cuenta de capital ^{1/}											
1984-89	-1,6	0,6	-2,3	-1,7	2,0	-6,3	-0,4	-5,3	-2,5	-3,1	-2,1
1990-92	2,2	3,3	-0,3	5,9	1,0	-5,1	6,2	-0,3	0,5	-1,0	1,2
Inversión directa											
1984-89	0,9	0,5	0,5	0,5	1,5	0,6	0,8	--	--	0,1	0,5
1990-92	1,8	1,0	0,3	1,9	1,2	0,8	1,6	0,2	--	1,8	1,1
Inversión											
1984-89	11,4	5,4	17,2	16,0	16,1	19,2	19,0	19,6	10,9	16,5	15,1
1990-92	10,0	5,8	15,8	19,2	16,1	11,9	21,7	21,8	7,7	14,9	14,5
Consumo del sector público											
1984-89	12,4	11,3	11,1	10,9	10,3	11,6	11,1	9,6	13,7	10,4	11,2
1990-92	14,2	11,6	12,4	8,8	10,1	8,4 ^{2/}	10,3	9,0	13,3 ^{2/}	11,1	10,9

Asia

	Indonesia	Corea	Malasia	Filipinas	Singapur	Sri Lanka	Taiwan	Tailandia	Promedio de los 8 países
Cuenta de capital									
1984-88	2,2	-2,0	-0,4	-3,8	5,0	4,6	0,1	4,2	1,2
1989-92	5,0	1,3	8,7	1,9	3,3	4,8	-4,9	11,0	3,9
Inversión directa									
1984-88	0,5	0,3	2,7	0,8	9,4	0,6	-0,3	0,8	1,8
1989-92	1,2	--	6,2	1,7	11,3	0,5	-1,7	1,5	3,0
Inversión									
1984-88	23,8	28,9	26,0	18,3	38,9	23,0	19,3	21,8	25,0
1989-92	25,4	36,3	32,8	20,8	39,0	19,5	22,7	28,2	28,1
Consumo del sector público									
1984-88	10,0	9,8	12,5	6,8	12,8	9,6	15,0	13,6	11,3
1989-92	10,2	9,7	10,6	8,0	10,9	7,6	16,5	9,9	10,4

Fuente: Perspectivas de la economía mundial.

1/ Incluye errores y omisiones.

2/ Se dispone de datos solamente hasta el final de 1991.

Gráfico 1. América Latina: RESERVAS OFICIALES

Enero 1988 - Diciembre 1992

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

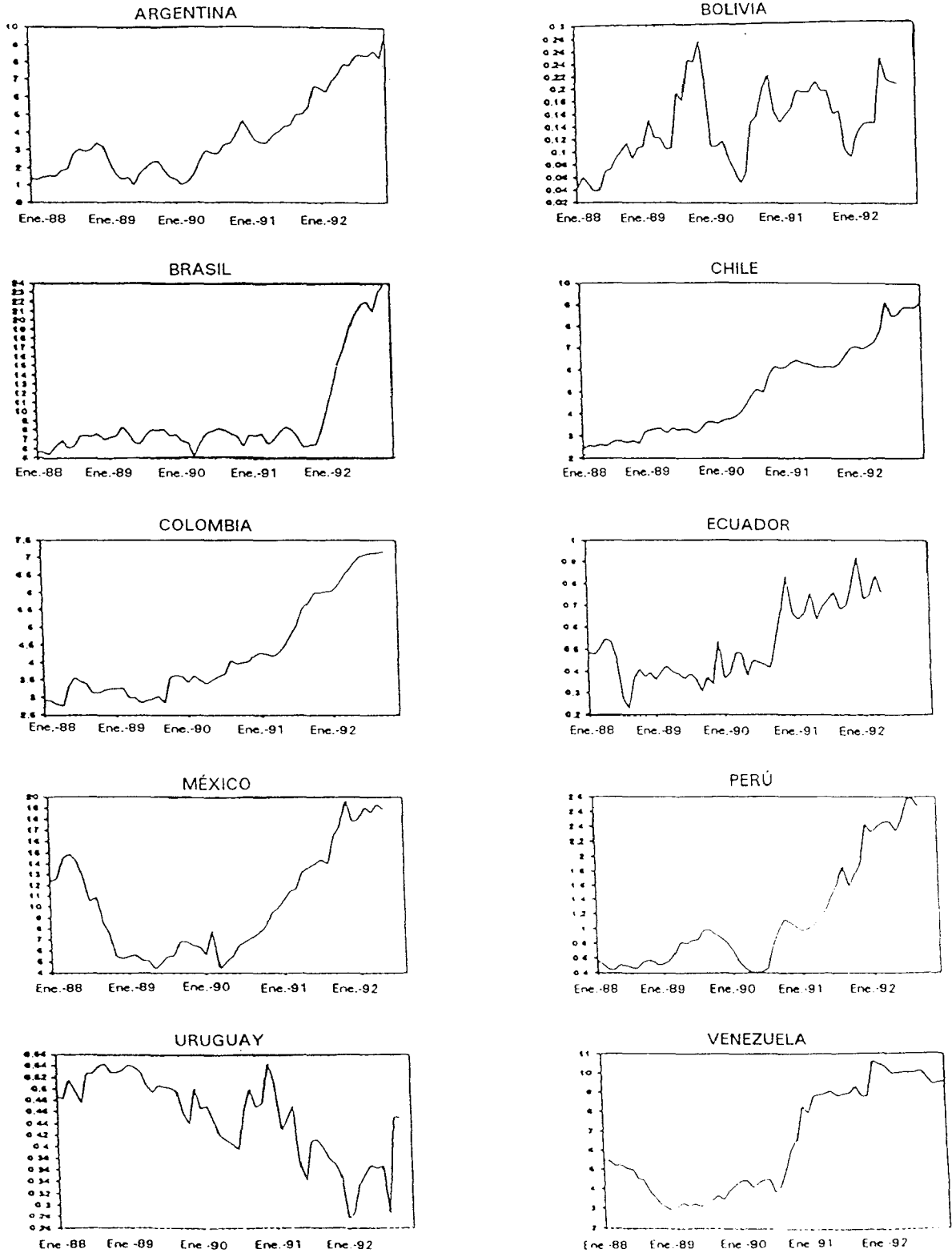
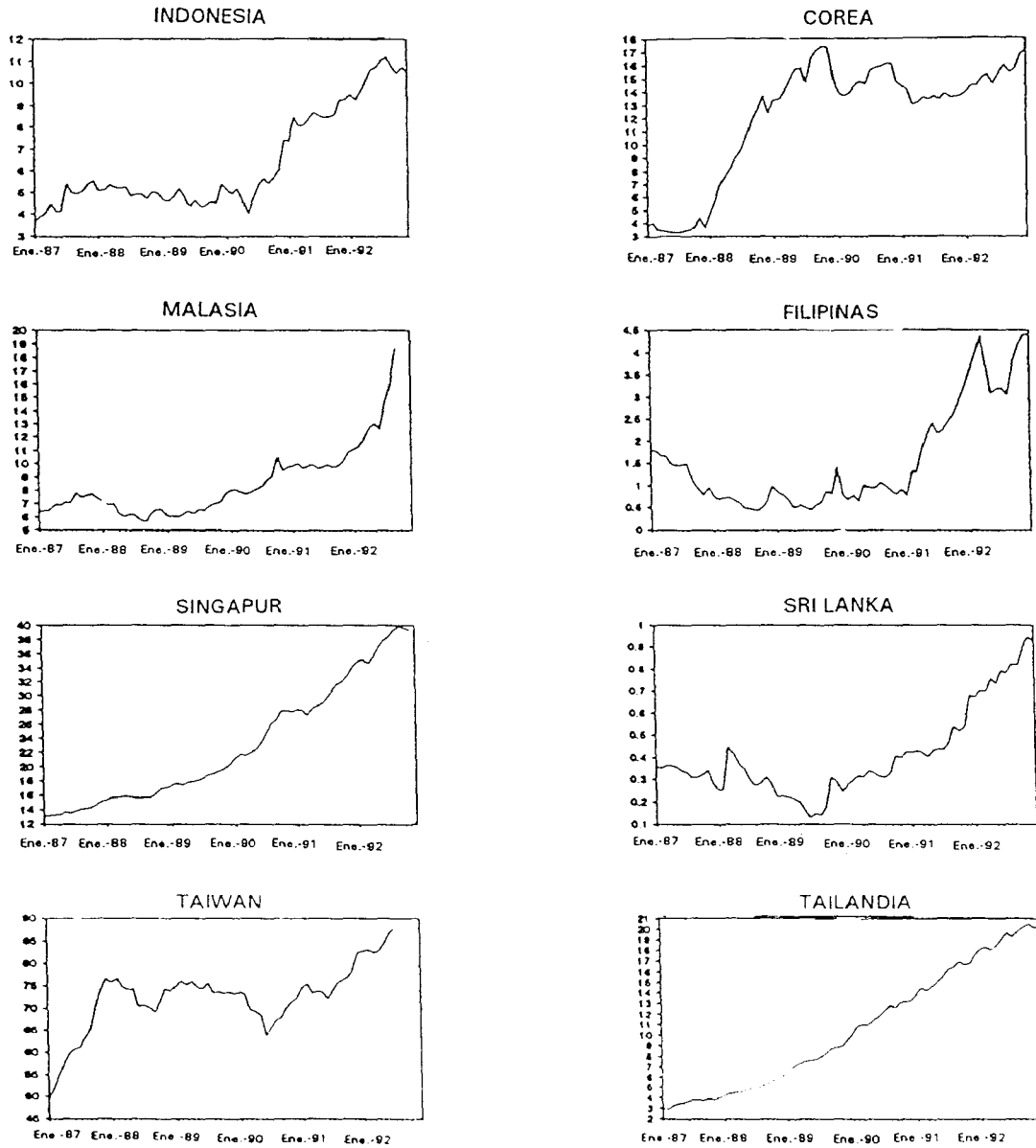


Gráfico 2. Asia: RESERVAS OFICIALES

Enero 1987 - Diciembre 1992

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

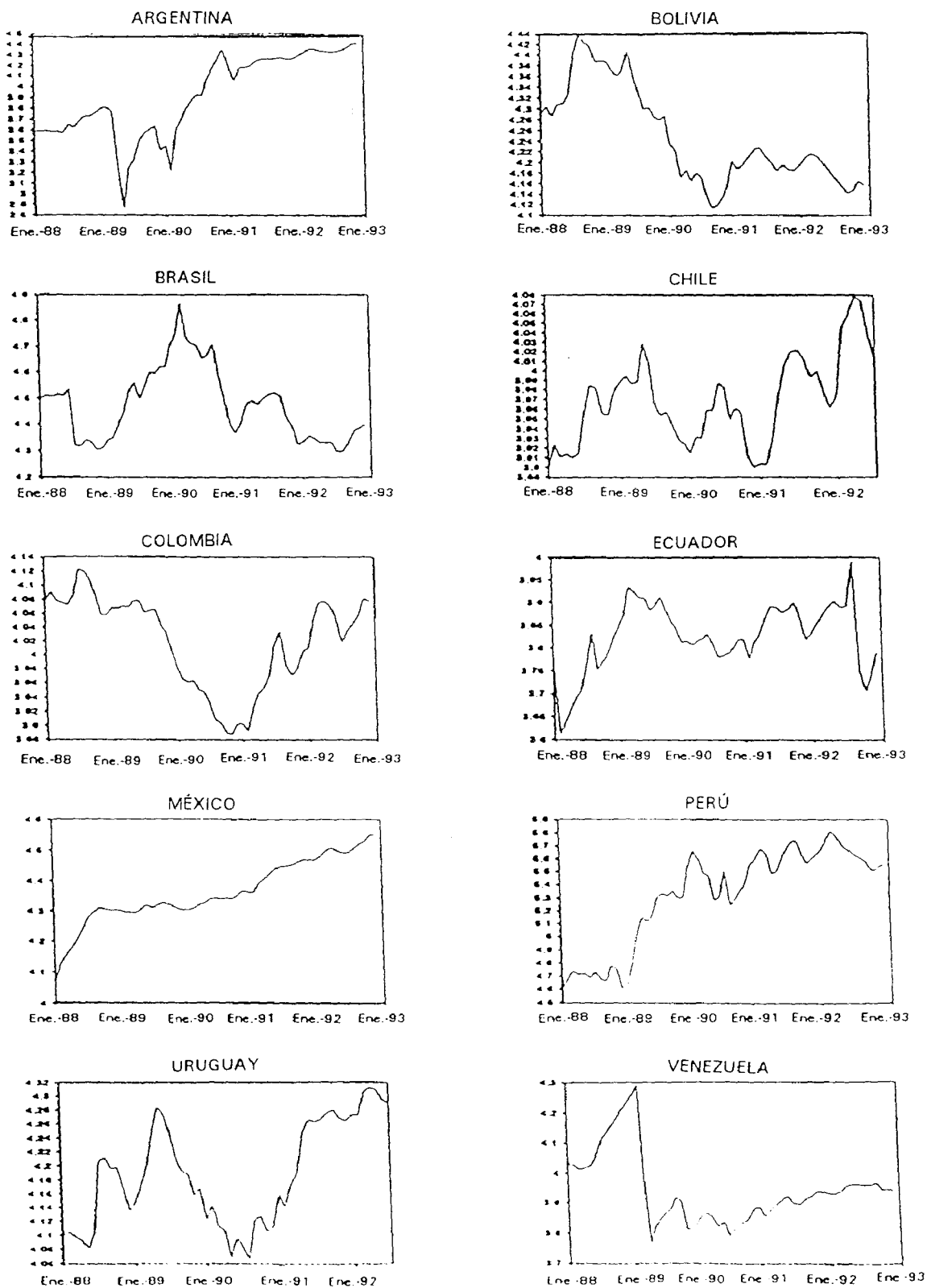


Fuente: FMI, Estadísticas financieras internacionales.



Gráfico 3. América Latina: Tipo de Cambio Real

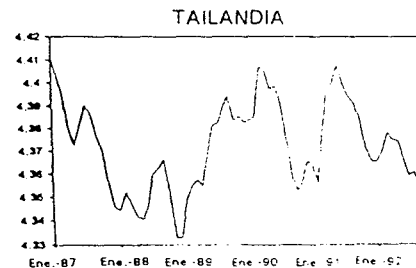
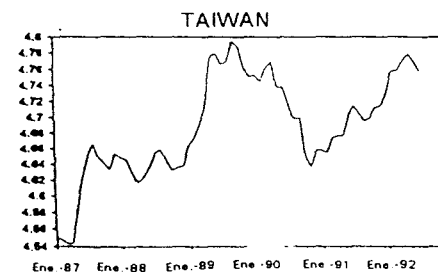
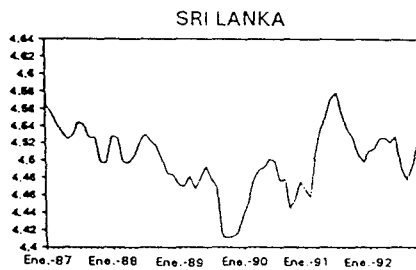
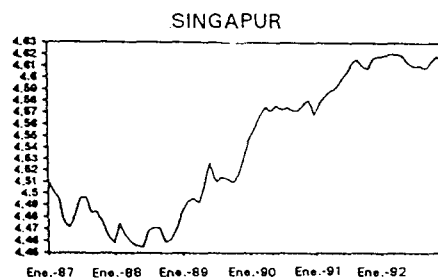
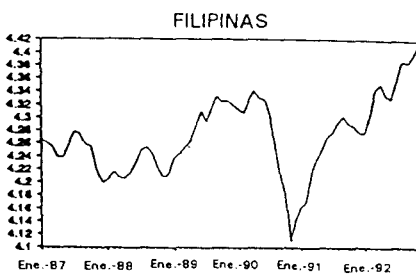
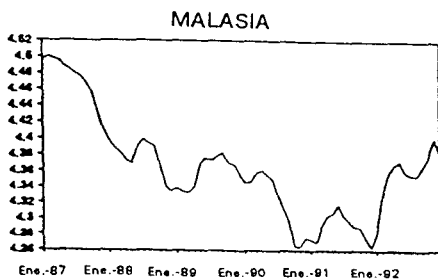
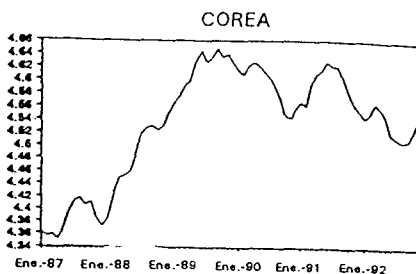
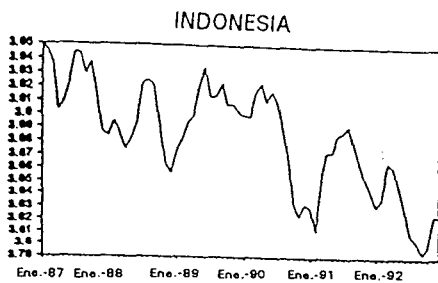
Enero 1988 - Diciembre 1992



Fuente: FMI, Sistema de avisos de información.
Nota: Un aumento indica una apreciación real.

Gráfico 4. Asia: Tipo de Cambio Real

Enero 1987 - Diciembre 1992



Fuente: FMI, Sistema de avisos de información.

Nota: Un aumento indica una apreciación real.