

EDUARDO CONESA

**FUGA DE
CAPITALES**

**Política económica
Argentina
y Latinoamericana
Un análisis comparativo**



EDUARDO CONESA

**FUGA DE
CAPITALES**

**Política económica
Argentina
y Latinoamericana
Un análisis comparativo**



**Serie Estudios
Buenos Aires
1986**



INSTITUTO DE POLITICA
ECONOMICA Y SOCIAL

PRESIDENTE

Lic. Jorge M. R. Domínguez

VICEPRESIDENTE

Dr. Armando Blasco

DIRECTOR DE INVESTIGACIONES
ECONÓMICAS

Lic. Osvaldo E. Baccino

DIRECTOR DE CIENCIAS SOCIALES

Lic. Carlos A. Fernández Pardo

DIRECTOR DE COORDINACIÓN

Sr. Eduardo González

Queda hecho el depósito que previene la ley N° 11.723. Copyright by Instituto de Política Económica y Social. Este libro se terminó de imprimir en setiembre de 1986 en GERMANO ARTES GRÁFICAS S.R.L., Pedro Goyena 376, Capital Federal, Tel. 923-6103.

INDICE

Introducción	7
Definiciones	9
Localización Temporal y por Países. Gráficos	12
Diversificación de Activos y Disminución de Riesgos. La Especificación del Modelo	14
La Demanda de Activos Financieros Externos	26
Las "Causas" de la Salida	28
Falta de Crecimiento del PIB	38
Sobrevaloración Cambiaria, Excesiva Oferta de Crédito Externo y Reservas del Banco Central	40
Tasa de Interés en los Estados Unidos	50
Excesivo Déficit Fiscal en Nuestros Países	53
Tasa de Interés Real Local	59
Alta Tasa de Inflación Local	56
¿Vuelve el Capital Salido?	64
Aumentando la Rentabilidad de la Economía y Reduciendo Riesgos	68
Resumen y Conclusiones	75

INDICE DE GRAFICOS

GRAFICO 1	Salida de Capitales y Deuda Externa. Definiciones 1 y 2 ..	15
GRAFICO 2	Salida de Capitales Siete Países 1970-85 (en Miles de Millones de Dólares constantes de 1985). Definición 3, excepto México. Definición 1	15
GRAFICO 3	Salida de Capitales en Relación al PNB Siete Países 1970-85. Definición 3, excepto México. Definición 1	16
GRAFICO 4	Salida de Capitales promedio por Año como Porcentaje de las Exportaciones Anuales. Definición 3, excepto México. Definición 1	16
GRAFICO 5	Argentina - Salida de Capitales. Serie Anual 1970-85 en Dólares de 1985	17
GRAFICO 6	Argentina - Salida de Capitales. Serie Anual como Porcentaje de las Exportaciones de Cada Año. Definición 3	17
GRAFICO 7	Argentina - Salida de Capitales. Definición 2. Estimación Global $IDE + IE - DCC - IR$	18
GRAFICO 8	Brasil. Salida de Capitales. Definición 2. Estimación Global $IDE + IE - DCC - IR$	18
GRAFICO 9	Chile. Salida de Capitales. Definición 2. Estimación Global $IDE + IE - DCC - IR$	19
GRAFICO 10	Colombia. Salida de Capitales. Definición 2. Estimación Global $IDE + IE - DCC - IR$	19
GRAFICO 11	México. Salida de Capitales. Serie Anual 1970-85 en Dólares de 1985. Definición 1	20
GRAFICO 12	México. Salida de Capitales. Serie Anual 1970-85 como Porcentaje de las Exportaciones. Definición 1	20
GRAFICO 13	México. Salida de Capitales. Definición 2. Estimación Global $IDE + IE - DCC - IR$	21
GRAFICO 14	Perú. Salida de Capitales. Definición 2. Estimación Global $IDE + IE - DCCC - IR$	21
GRAFICO 15	Venezuela. Salida de Capitales. Serie Anual 1970-85 en Dólares de 1985. Definición 3	22
GRAFICO 16	Venezuela. Salida de Capitales. Serie Anual 1970-85 como Porcentaje de las Exportaciones. Definición 3	22
GRAFICO 17	Venezuela. Salida de Capitales. Definición 2. Estimación Global $IDE + IE - DCC - IR$	23
GRAFICO 18	Argentina. Salida de Capitales. Ecuación 1	33

GRAFICO 19	México. Salida de Capitales. Ecuación 2	35
GRAFICO 20	Venezuela. Salida de Captiales. Ecuación 3	37
GRAFICO 21	Caída del Ingreso y Salida de Capitales. Argentina, México y Venezuela	41
GRAFICO 22	Endeudamiento Externo y Salida de Capitales. Argentina, México y Venezuela	44
GRAFICO 23	Conexión entre Endeudamiento Externo e Inversión. Argentina, México y Venezuela	48
GRAFICO 24	Argentina. Salida de Capitales y Tipo de Cambio	49
GRAFICO 25	Tipo de Cambio Real 1970-85. Argentina, México, Brasil y Chile	49
GRAFICO 26	Tasa de Interés en los Estados Unidos y Salida de Capitales de Argentina, México y Venezuela	51
GRAFICO 27	Déficit Fiscal y Salida de Capitales en México y Argentina	55
GRAFICO 28	Salida de Capitales e Inflación en México y Venezuela ..	58
GRAFICO 29	Salida de Capitales y Tasa de Interés Real en México y Venezuela	60
GRAFICO 30	Argentina. Tasa de Interés y Salida de Capitales	62
GRAFICO 31	Argentina. Tasa de Interés Real y Tipo de Cambio Real - Interés Dólar Peso Dólar y Salida de Capitales	63
GRAFICO 32	Crecimiento Económico y Entrada de Capitales (otras causales removidas). Argentina, México y Venezuela	70

PRÓLOGO

El Instituto de Política Económica y Social (I.P.E.S.) se complace en publicar en su Serie de Estudios e Investigaciones el trabajo del Dr. Eduardo R. Conesa, prestigioso economista del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), sobre fuga de capitales y política económica en Argentina y otros países de América Latina.

Eduardo Conesa es Doctor en Economía (PhD) Master en Economía y Master en Desarrollo Económico. Títulos obtenidos en prestigiosas Universidades de los Estados Unidos, además es Abogado y Contador Público graduado en la Universidad de Buenos Aires. Su desempeño en organismos internacionales lo ha llevado a ocupar los cargos de Director Ejecutivo del Banco Mundial y Director del INTAL.

Ha sido Fellow de la Universidad de Harvard y es Profesor Titular de la Universidad de Buenos Aires.

El estudio constituye, como el lector lo comprobará inmediatamente, un aporte muy importante y útil, al verificar a través del análisis estadístico diversos tipos de vinculación entre flujos de capitales y crecimiento económico.

La fuga de capitales se ha constituido en uno de los obstáculos más serios para el crecimiento económico en los países en desarrollo. Esto es producto y causa, a la vez, del prolongado desaliento que se deriva de la falta de políticas coherentes para promover un proceso de crecimiento sostenido de la actividad productiva. En términos globales, este drenaje de recursos productivos se materializa en una baja tasa de inversión, determinando a su vez la reducción del stock de capital, la obsolescencia de los medios de producción y el achicamiento de la economía. Este es el triste resultado del éxodo de capital que se verifica desde el ámbito de la produc-

ción hacia otras actividades, a menudo especulativas, y que en gran medida trascienden las fronteras del país.

A su vez, esta situación se ha intensificado en los últimos años por la aplicación de medidas destinadas a desterrar la inflación que se circunscriben a operar exclusivamente en el ámbito monetario y cambiario, generando efectos adversos para el mantenimiento del ritmo de actividad. Sin embargo, es notorio que la inflación en Latinoamérica tiene importantes causas estructurales, lo cual, unido al fuerte peso del endeudamiento externo, representa un serio obstáculo para el normal desenvolvimiento de la economía. En consecuencia, las políticas que buscan la estabilidad restringiendo el crédito y elevando considerablemente el costo financiero, consiguen a medias su objetivo al costo de infringir serios daños al aparato productivo del país.

Las conclusiones a las que arriba el Dr. Conesa constituyen un valioso aporte a la dilucidación de medidas concretas de política económica que permitan revertir las dificultades que se han ido acumulando por la aplicación de enfoques erróneos.

Es a través de un estudio comparativo de naturaleza econométrica, que comprende las experiencias de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela, que Conesa muestra las particularidades de los procesos de fuga de capital. El análisis vincula las políticas económicas y las características de estos países con su deuda externa, estableciendo distintos comportamientos observados en los grandes agregados económicos. De esta manera, se detectan con claridad las repercusiones que ha tenido el endeudamiento externo incurrido en tiempos de gran oferta de crédito internacional sobre la composición del gasto y el aparato productivo.

Es interesante comprobar que entre las principales conclusiones de este trabajo está la vinculación entre salida de capitales y ausencia de crecimiento económico, posición que ha sido reiteradamente sostenida por el IPES y que hoy encuentra sustento estadístico en las investigaciones de Conesa.

El estudio, a su vez, señala la necesidad de combatir la fuga de capitales a través de elevar la rentabilidad de los activos locales, impulsando el crecimiento de la actividad económica. Esto, constantemente, se ve obstaculizado por tasas

de interés y la existencia de una moneda sobrevaluada, factores que desaniman la inversión, limitan la producción y acentúan los problemas del sector externo.

Confío que el trabajo que se publica contribuirá a esclarecer un tema candente y de actualidad y que el lector apreciará en toda su magnitud.

JORGE M. R. DOMÍNGUEZ
Presidente del I.P.E.S.

Introducción

La salida de capitales de los países latinoamericanos ha sido señalada repetidamente en los últimos tiempos como uno de los factores determinantes de la deuda externa. Como bien dice una publicación reciente:

“La salida de capitales es un problema serio en muchos países en vías de desarrollo puesto que los priva de recursos para el desarrollo económico y porque simboliza errores de política y desempeño que contribuyen a agravar los problemas de la deuda externa.”¹

De la misma manera el *Informe sobre el Desarrollo Mundial de 1985* pone de relieve que:

“En los primeros años del decenio de 1980, la fuga de capitales en gran escala fue un factor que influyó considerablemente en las presiones sobre la balanza de pago en varios países...”²

Por su parte, James Baker III, Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, en su celebrado discurso de Seul del 8 de octubre de 1985 en la Asamblea del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial dijo:

“Como materia práctica, es poco realista pedir el apoyo de préstamos voluntarios del extranjero, sean

¹ “World Financial Markets”, *Morgan Guaranty Trust Co. of New York*, New York, Marzo 1986.

² Banco Mundial *Informe sobre el Desarrollo Mundial* - Washington D.C. - Julio de 1985.

ellos públicos o privados, cuando los fondos locales se están moviendo en la dirección opuesta. La fuga de capitales debe ser revertida si se quiere que exista alguna posibilidad real de financiamiento adicional sea en deuda o en capital accionario. Si los propios ciudadanos de un país no tienen confianza en su sistema económico, ¿cómo la pueden tener los de otros países?"³

En recientes ediciones de *Estadísticas Financieras Internacionales* del Fondo Monetario Internacional se dan cifras de depósitos de personas e instituciones no bancarias en el extranjero por residencia del depositante y los siete países mayores de América Latina acusan los siguientes montos para el cuarto trimestre de 1985:

CUADRO I
DEPOSITOS BANCARIOS EN EL EXTRANJERO
DE PERSONAS E INSTITUCIONES NO BANCARIAS
(En billones de dólares)

Argentina	8.19
Brasil	8.39
Chile	2.23
Colombia	2.71
México	15.62
Perú	1.58
Venezuela	13.51

Fuente Fondo Monetario Internacional. *Estadísticas Financieras Internacionales*, mayo de 1986.

Demás está señalar que estas cifras no revelan los frecuentes casos de fondos escondidos en sociedades anónimas fantasmas constituidas en el exterior. Sin embargo, allí es donde están las grandes fortunas. Las cifras anteriores pueden ser solamente la superficie emergente del témpano.

La salida de capitales plantea problemas de fondo acerca de la política económica y sobre la aptitud de los sistemas económicos de algunos países para promover el desa-

³ Treasury News, Department of the Treasury - Washington, D.C., October 8 1985, p. 6.

rollo. Estos problemas son muy difíciles de atacar por estar conectados con los sistemas políticos respectivos particularmente con el llamado "estado patrimonial" y el intervencionismo estatal excesivo que a veces agobia a las economías de nuestros países en vez de ayudarles a crecer. Previo a la consideración de estos temas corresponde:

- Establecer la dimensión estadística y localización geográfica del fenómeno en relación con los siete países más grandes de América Latina.
- Determinar las causas económicas del fenómeno en la medida en que ellas sean susceptibles de tratamiento estadístico.

Recién entonces será posible discutir los remedios para minimizar los alcances de esta enfermedad social que sin duda daña el proceso de desarrollo de muchos países latinoamericanos.

Definiciones

En este estudio se considera salida de capitales, en principio, a toda compra de activos financieros externos por residentes de nuestros países. Así se han usado tres variantes distintas de la salida de capitales:

Definición 1. Esta definición es la más obvia.⁴ Toma las cifras de "errores y omisiones", rubro residual de las Balanzas de Pagos que se explica por sí mismo y "Otro Capital de Corto Plazo de Otros Sectores", del anuario "Estadísticas de Balanza de Pagos" del Fondo Monetario Internacional. Este último rubro comprende principalmente créditos comerciales. Por ejemplo, ante una recesión económica las firmas locales pueden desear una reducción de su capital circulante en el país y una colocación en el exterior para financiamiento de corto plazo de exportaciones. De la mis-

⁴ Ver por ejemplo por John T. Cuddington "Capital Flight: Estimates, Issues and Explanations". World Bank CPD Discussion Paper N° 1985-51 - Noviembre de 1985.

ma manera ante una expansión económica interna, las firmas locales pueden desear importar insumos mediante crédito externo. Estos comportamientos provocan abruptos movimientos en este rubro de la cuenta de capital de la Balanza de Pagos que así refleja entradas y salidas de capitales de corto plazo. El rubro errores y omisiones refleja principalmente salidas de capital ilegales, en tanto que las salidas por créditos comerciales son presumiblemente, conforme a derecho. Incidentalmente, corresponde señalar que a lo largo de esta investigación la legalidad o la ilegalidad de las salidas no pareciera ser un factor muy importante: algunos países han tenido desgarradoras "fugas" a pesar del control de cambios y otros interesantes ingresos sin él. Por último cabe destacar que esta definición es la que ofrece mejores resultados estadísticos para México y por lo tanto parece captar mejor la realidad en este país.

Definición 2. La segunda definición usada en este trabajo toma las "fuentes" y los "usos" de las divisas y constata un residuo faltante al que denomina salida de capitales. En efecto, se parte del incremento anual de la deuda externa y se le adiciona la inversión extranjera (fuentes), luego se sustrae el déficit en cuenta corriente y el incremento en las reservas monetarias de los países (usos), año por año, desde 1970 hasta 1985. Este método de cálculo implica una definición amplia de salida de capitales pues incluye salidas legales como por ejemplo inversión extranjera proveniente de los propios países estudiados, y la financiación de exportaciones. Esta definición es la adoptada por el trabajo pionero de Dooley y otros del Federal Reserve de 1983⁵ y más recientemente por las estimaciones del Morgan Guaranty Trust Co. en la publicación citada. Una de las estimaciones del presente trabajo utiliza este método. Sin embargo, aquí se cubre un período histórico más amplio que en los trabajos de Dooley y el Morgan pues el presente abarca desde 1970 hasta 1985, lo cual proporciona 16 observaciones, número suficiente para intentar un análisis econométrico con ade-

⁵ Michael Dooley y otros. "An Analysis of External Debt Positions of Eight Developing Countries through 1990". *International Finance Discussion Papers*, number 227, August 1983. Federal Reserve Board.

cuados grados de libertad. En estas estimaciones también se usa como base el mencionado anuario de Estadísticas de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional para extraer las cifras de la cuenta corriente, las inversiones extranjeras y el incremento de reservas monetarias, pero se adopta las recientes cifras de marzo de 1986 publicadas por el Banco Mundial⁶ sobre deuda externa que corrigen las cifras de deuda implícitas en la cuenta de Capital de la Balanza de Pagos de los anuarios del FMI, las cuales evidentemente estaban afectadas por errores de subestimación, debido a deficiencias en los sistemas de información de los Bancos Centrales sobre la deuda externa de las empresas del Estado y el sector privado de los países estudiados.

Las estimaciones por este segundo método sin embargo carecen de una base sólida cuando se va hacia el pasado más allá de 1978. Para obviar el problema se ha ligado la cifra de "other investment income" de la cuenta corriente, de las balanzas de pagos de nuestros países (la cual reconocidamente⁷ tiene bastante precisión) y que cubre los intereses totales pagados por el país. Sobre la base de la tasa de interés promedio para toda la deuda pública y privada de corto y largo plazo efectivamente pagada para el año 1978 y el mencionado "other investment income" se han hecho proyecciones hacia atrás que cubren desde el año 1977 hasta 1970. Las cifras globales de fuga que resultan de aplicar esta metodología pueden apreciarse en los Gráficos 7 de Argentina, 8 de Brasil, 9 de Chile, 10 de Colombia, 13 de México, 14 del Perú y 17 de Venezuela. Sin embargo, dada la debilidad estadística de este método para el período 1970-77, se introduce una tercera definición que es híbrida.

Definición 3. Se trata de una combinación de los datos de la definición 1 para el período 1970-1977 y de las cifras de la definición 2 obtenidas como residuo ($ID + IE - DCC - IR$)

⁶ Banco Mundial *World Debt Tables, 1985-86 Edition, External Debt of Developing Countries* - March 1986, Washington, D.C.

⁷ Michael Dooley "Country Specific Risk Premium, Capital Flight and Net Investment Income Payments in Selected Developing Countries". International Monetary Fund, DM 86/17, March 11, 1986.

según se explicó antes, para los años 1978-85. Esta definición es conveniente porque solamente para estos últimos años se tienen datos firmes sobre la deuda externa total y no hay prueba de que las cifras del FMI para 1970-77 estén erradas. El análisis de regresión que sigue se corrió sobre la base de las definiciones 1, 2 y 3. La tercera sin embargo ofrece en general mejores resultados, salvo para México donde la primera es la que palpa y recoge la realidad según sugiere la econometría. Para Argentina y Venezuela la tercera es la mejor aproximación a la verdad que puede lograrse con los recursos disponibles para hacer este estudio. Es evidente que a partir de 1978 la enorme oferta de crédito externo arrolló a los sistemas de recolección de datos de los bancos centrales que no pudieron proporcionar a tiempo las cifras correctas al FMI. De ahí la necesidad de introducir las nuevas cifras de deuda del Banco Mundial publicadas en marzo de 1986.

Definición 4. Una cuarta definición, la mejor de todas, es igual a la primera pero con las cifras de balanza de pagos actualizadas con los nuevos cuadros de deuda externa 1978-86. Este enfoque no ha sido seguido en este estudio pues hubiese implicado rehacer completamente las balanzas de pagos del FMI desde 1978 a 1985. No cabe duda de que a su debido tiempo el FMI ejecutará esa tarea. Por ello no tendría sentido hacerla en este estudio con los escasos recursos de tiempo disponibles.⁸

Localización Temporal y por países. Gráficos

Como proporción de la deuda externa, la salida de capitales alcanza los siguientes porcentajes:

⁸ El error incurrido por usar las definiciones 1, 2 y 3 en lugar de la 4 no causa problemas técnicos pues como bien dice Peter Kennedy *A guide to Econometrics*, The MIT Press, Cambridge, 316 Massachusetts 1979: "Errores en la medición de la variable dependiente están incorporados en el término de la disturbancia; su existencia no causa problemas", p. 113.

CUADRO 2
 PROPORCION EN QUE LA DEUDA EXTERNA HA
 FINANCIADO SALIDA DE CAPITALES
 1970 - 1985
 (Porcentajes)

	Definición 1 (Mínimos)	Definición 2 (Máximos)
Argentina	33	67
Brasil	—	14
Chile	—	14
Colombia	—	2
México	38	62
Perú	5	25
Venezuela	63	126

Fuente: GRAFICO 1

Cuando se deflacionan las series, Brasil, Chile y Colombia muestran entradas de capitales netas en todo el período 1970-85, debido a la preponderancia de los años donde hubo entrada de capitales, o donde el factor de actualización por la inflación es mayor. Puede observarse claramente que la salida de capitales está concentrada básicamente en tres países: Argentina, México y Venezuela. Como porcentaje del PIB del año 1985, el stock de capital salido es mayor en Venezuela donde llega al 90 % del mismo (Gráfico 3). Si tomamos el promedio de salida de capitales en relación a las exportaciones de cada año, Argentina obtiene este dudoso honor: el 23 % en promedio de las exportaciones de cada año desde 1970 a 1985 se perdió por la salida de capitales (Gráfico 4).

En general puede observarse que la salida de capitales se concentra en los años 76-83 en los tres países con problemas. Para Argentina, sin embargo, los peores años fueron el 78 y el 82, para México el 76 y 83 y para Venezuela los 79 y 80, como puede observarse en los gráficos 5, 11 y 15.

De cualquier manera debe quedar aclarado que aún estas definiciones subestiman la salida de capitales en los siguientes casos:

- (a) Subfacturación de exportaciones
- (b) Sobrefacturación de importaciones
- (c) Contrabando de exportación
- (d) Exportación clandestina de drogas
- (e) Importaciones de armamentos no registrados pagadas al contado con divisas no provenientes del Banco Central.

Sin embargo, las importaciones no registradas de armamento pagadas con el crédito del país, o las reservas del Banco Central, están capturadas por nuestras cifras. Cabe aclarar además que la metodología seguida registra las entradas del capital fugado cuando sus dueños lo reingresan y lo cambian por moneda local en el Banco Central para realizar gastos en el país de origen. Esto es así porque el movimiento de reservas es una de las variables claves en el cálculo, como puede observarse en los gráficos 7, 8, 9, 10, 13, 14 y 17.

Incidentalmente, los gráficos citados sirven también para poner de manifiesto que en el caso de Brasil (gráfico 8), Chile (gráfico 9), Colombia (gráfico 10) y Perú (gráfico 14), el endeudamiento externo ha servido para financiar déficits en cuenta corriente de la balanza de pagos y de esta manera ha contribuido al desarrollo, o por lo menos al consumo de los países. En los casos de Argentina (gráfico 7), México (gráfico 13) y Venezuela (gráfico 17), pareciera que el endeudamiento externo no ha servido para financiar déficit en cuenta corriente. Una hipótesis obvia a probar es, en consecuencia, si el endeudamiento externo ha sido el medio utilizado para financiar la salida de capitales.

Diversificación de Activos y Disminución de Riesgos. La Especificación del Modelo

La teoría que respalda al análisis presentado en este trabajo consiste en la diversificación de la cartera de inversiones como medio para disminuir riesgos.⁹ El inversor po-

⁹ James Tobin "Liquidity Preference as Behavior Toward Risk". *Review of Economics and Statistics*, 25:65-86 - Febrero de 1958. Harry Markowitz "Portfolio Selection" *Journal of Finance*, 7:77-91, marzo de 1952.

GRAFICO 1
SALIDA DE CAPITALES Y DEUDA EXTERNA
 DEFINICIONES SAL CAP 1 Y 2

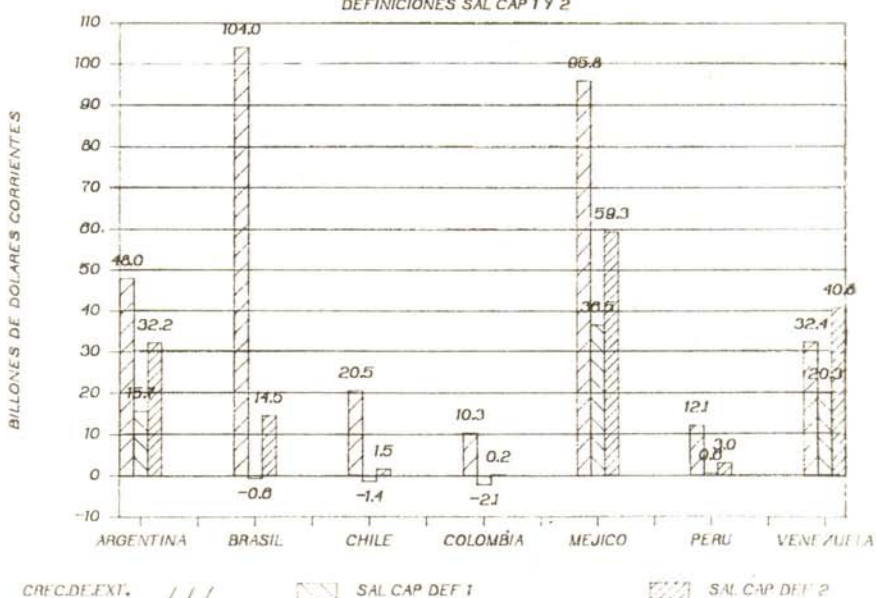


GRAFICO 2

AMERICA LATINA—SAL—CAP—1970—85
 (DEFINICION 1, EXCEPTO MEXICO, DEFINICION 1)

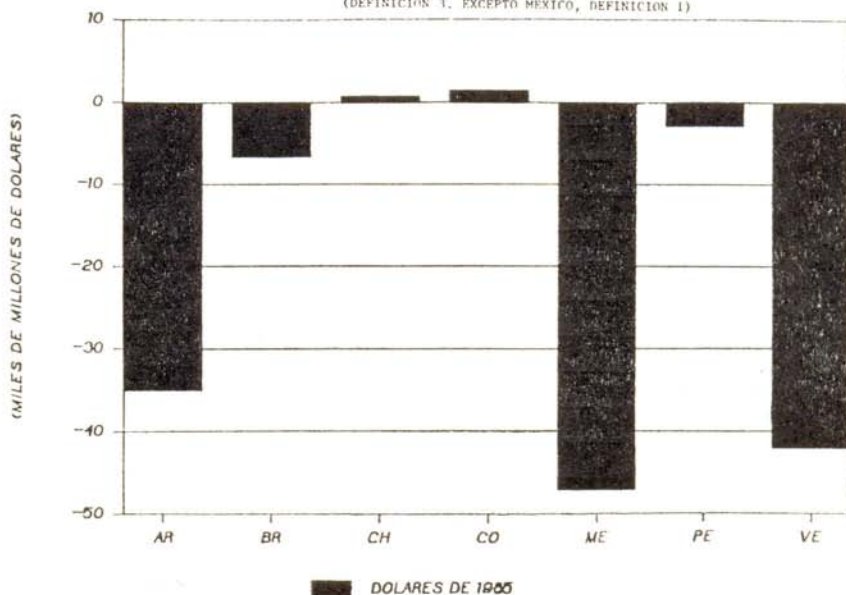


GRAFICO 3

AMERICA LATINA-SAL-CAP 70-85/PNB 85

(DEFINICION 3, EXCEPTO MEXICO, DEFINICION 1)

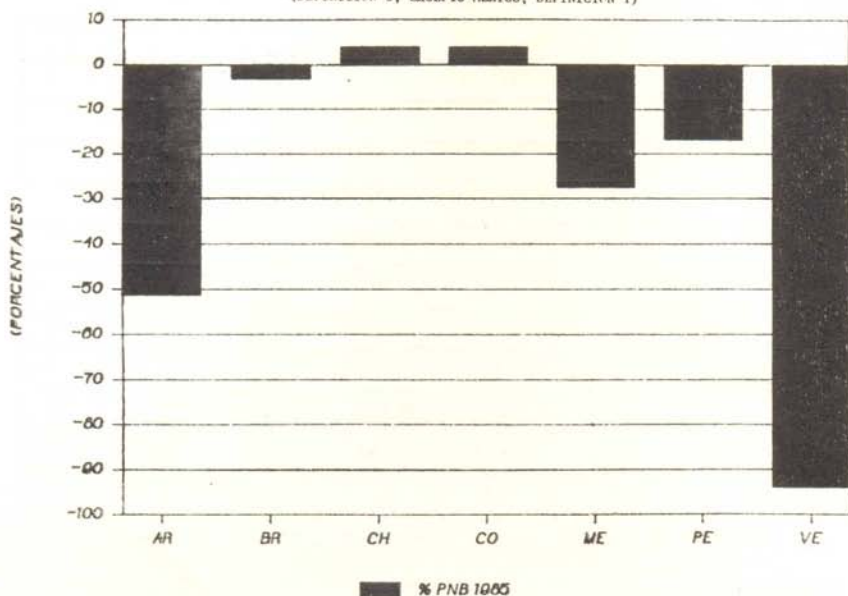


GRAFICO 4

AMERICA LATINA-SAL-CAP 70-85

COMO PORCENTAJE EXPORTACIONES- DEFINICION 3, MEXICO DEF. 1

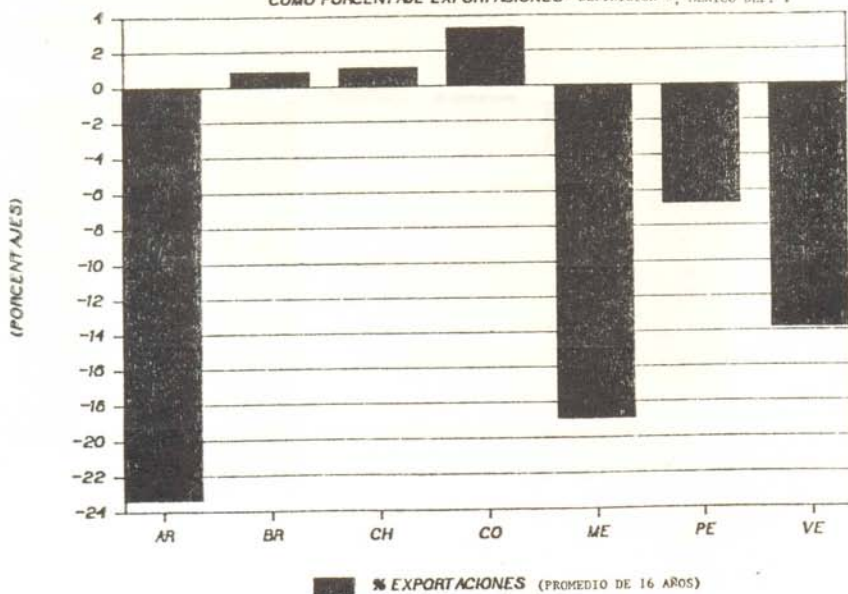


GRAFICO 5 ARGENTINA

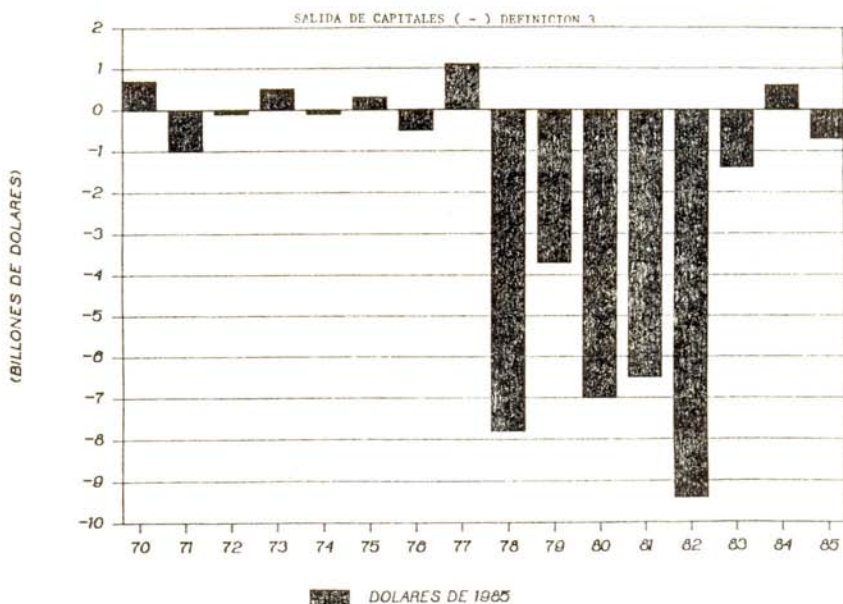


GRAFICO 6 ARGENTINA

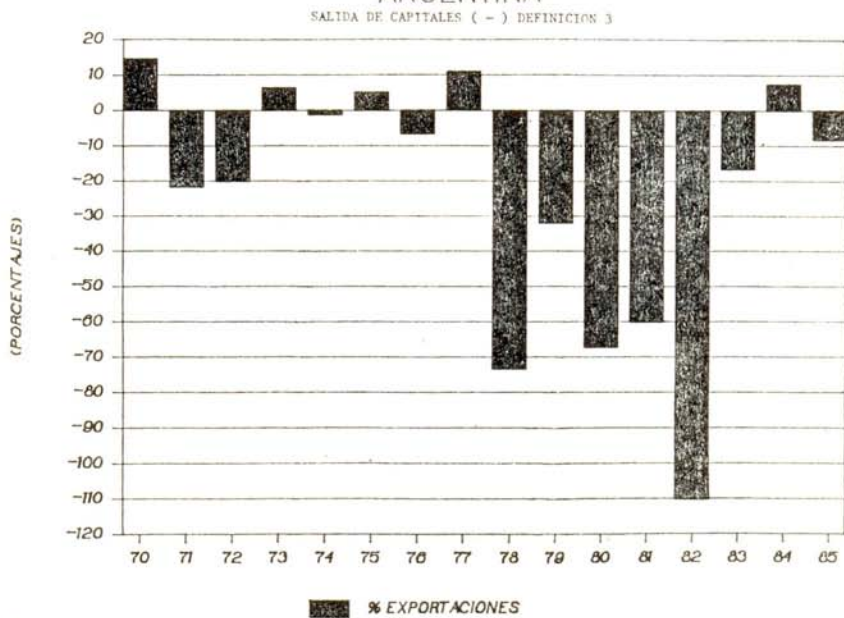


GRAFICO 7 ARGENTINA-SALIDA DE CAPITALES

DEFINICION 2 EST. GLOBAL IDE+IE-DCC-IR

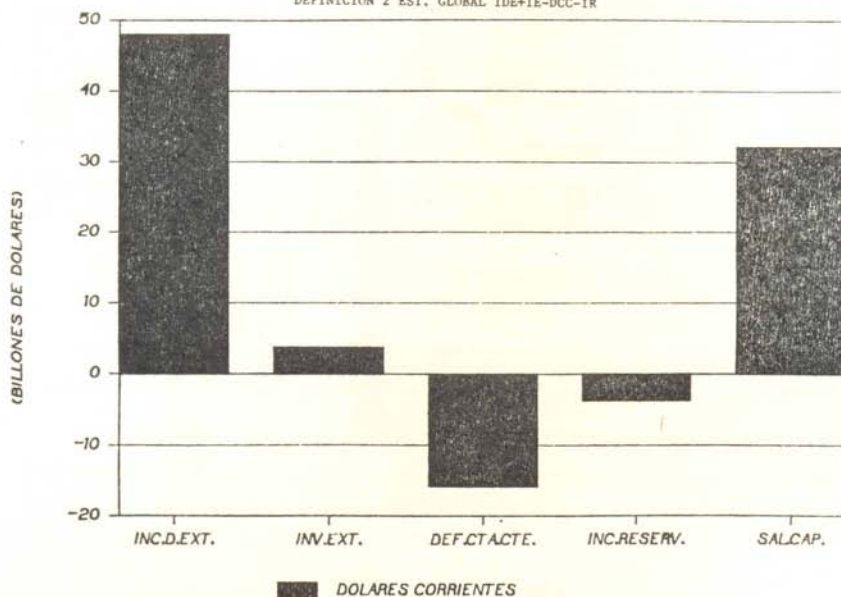


GRAFICO 8 BRASIL-SALIDA DE CAPITALES

DEFINICION 2 EST.GLOBAL IDE+IR-DCC-IR

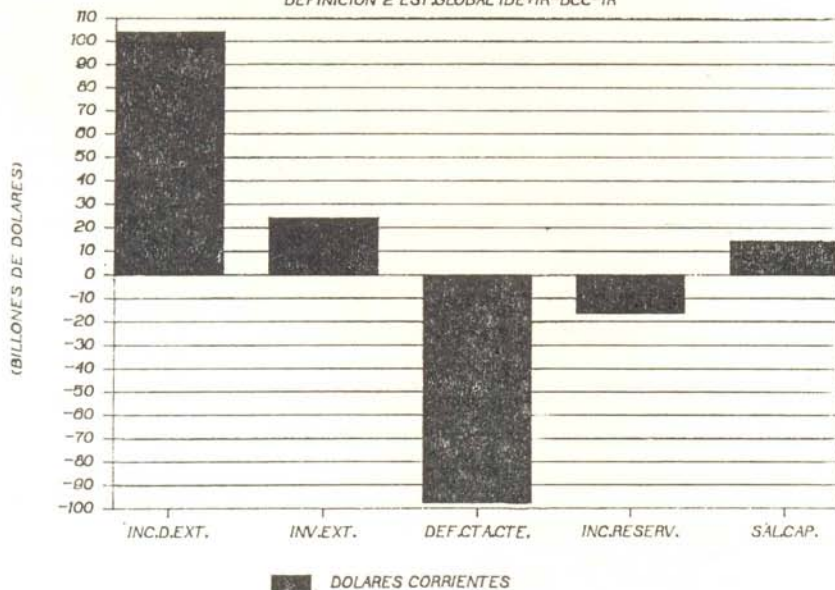


GRAFICO 9 CHILE—SALIDA DE CAPITALES

DEFINICION 2 EST. GLOBAL IDE+IE-DCC-IR

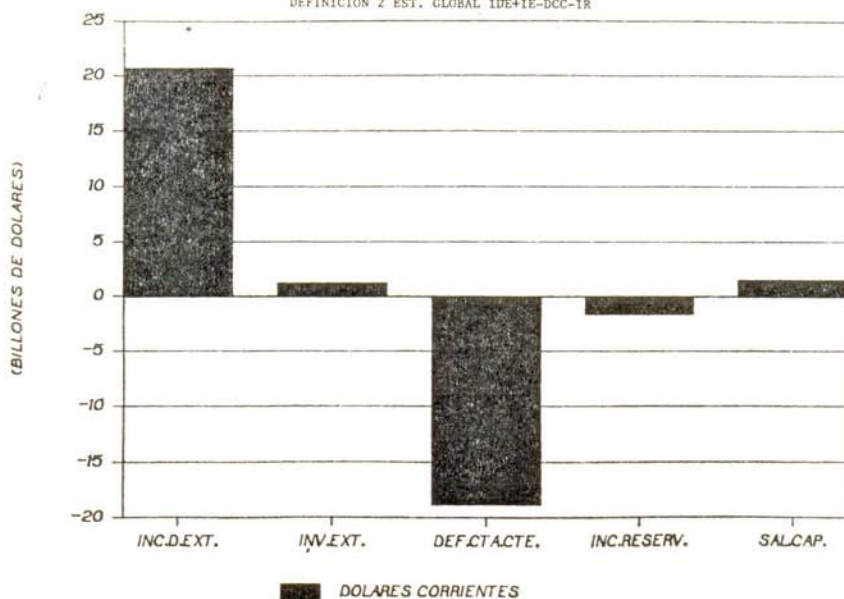


GRAFICO 10 COLOMBIA—SALIDA DE CAPITALES

DEFINICION 2 EST. GLOBAL IDE+IE-DCC-IR

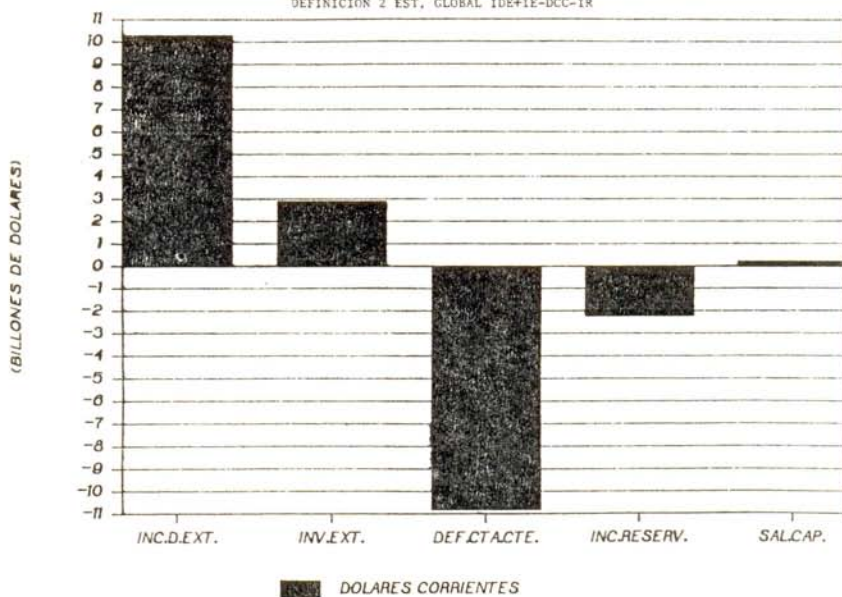


GRAFICO 11
MEXICO

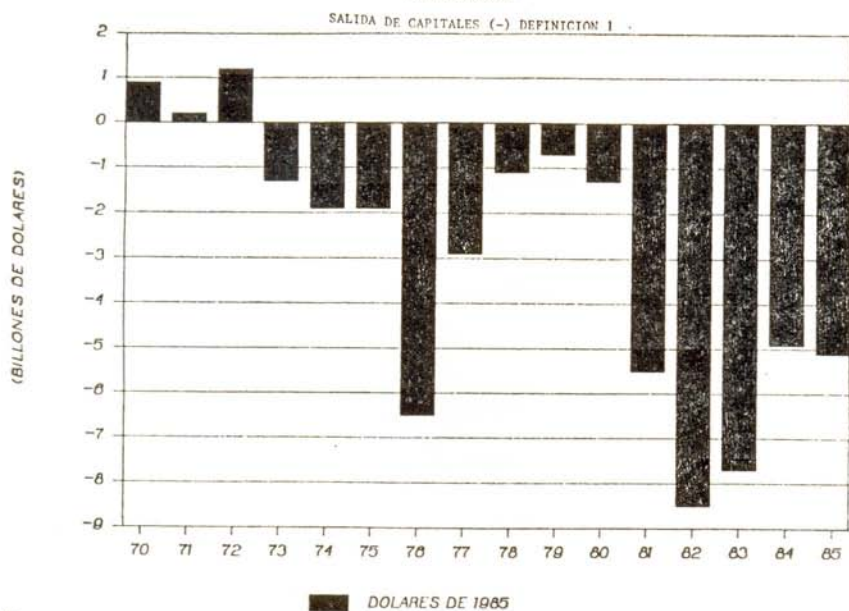


GRAFICO 12
MEXICO

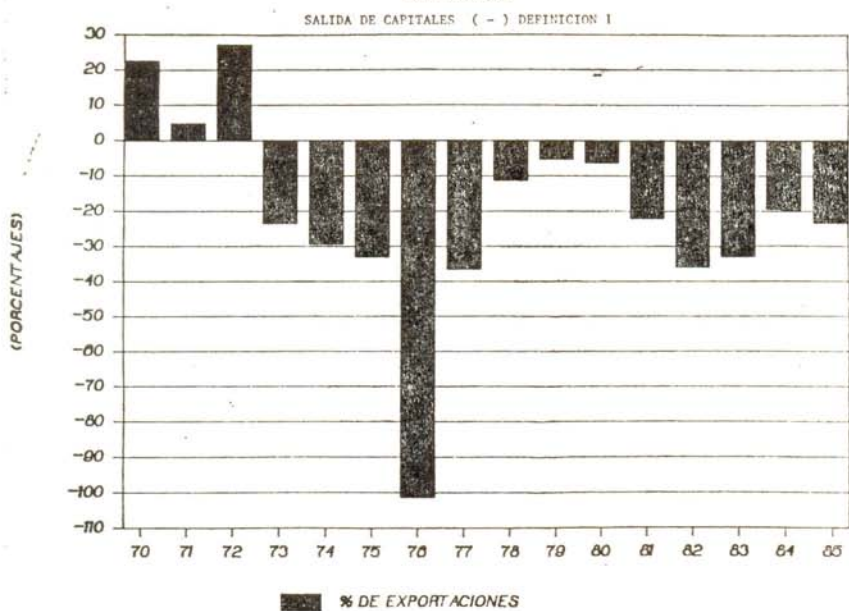


GRAFICO 13

MEXICO-SALIDA DE CAPITALES

DEFINICION 2 EST. GLOBAL IDE+IE-DCC-IR

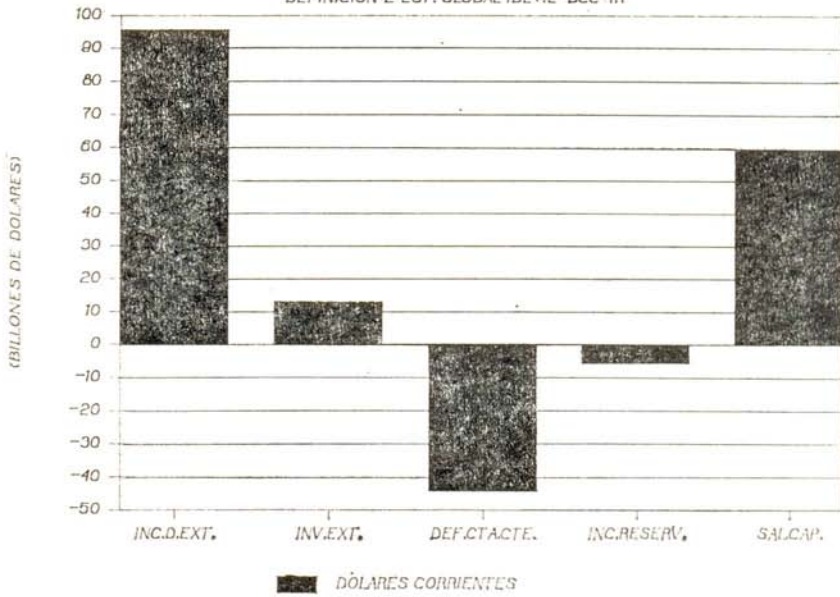


GRAFICO 14

PERU-SALIDA DE CAPITALES

DEFINICION 2 EST. GLOBAL IDE+IE-DCC-IR

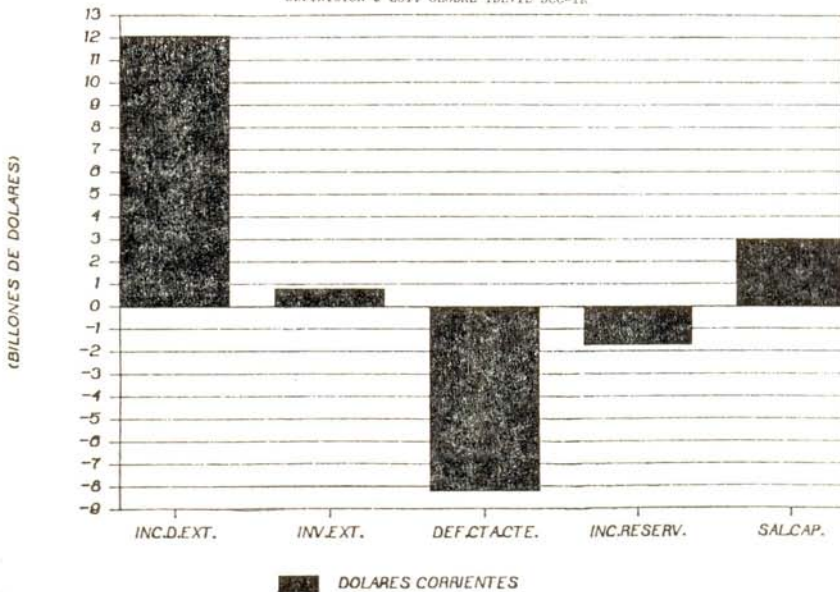


GRAFICO 15 VENEZUELA

SALIDA DE CAPITALES (-) DEFINICION 3

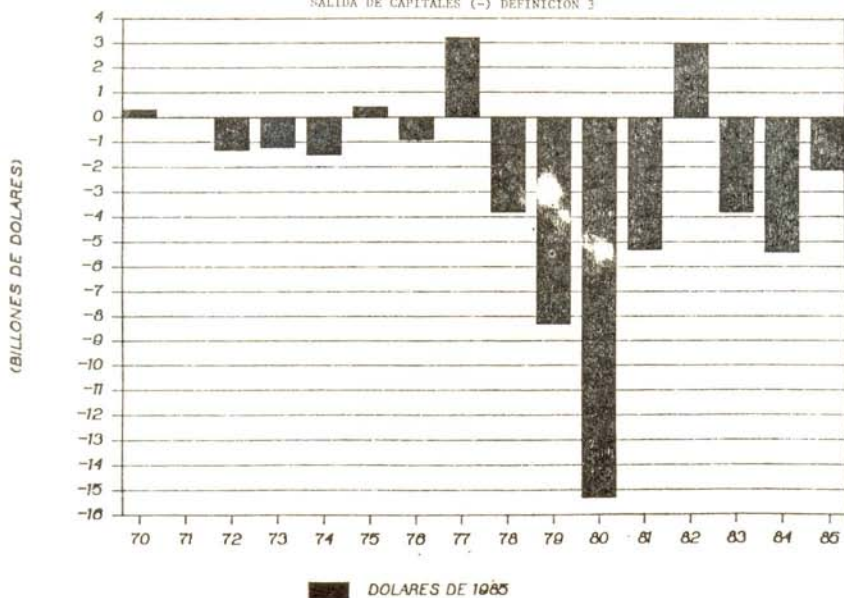


GRAFICO 16 VENEZUELA

SALIDA DE CAPITALES (-) DEF. 3

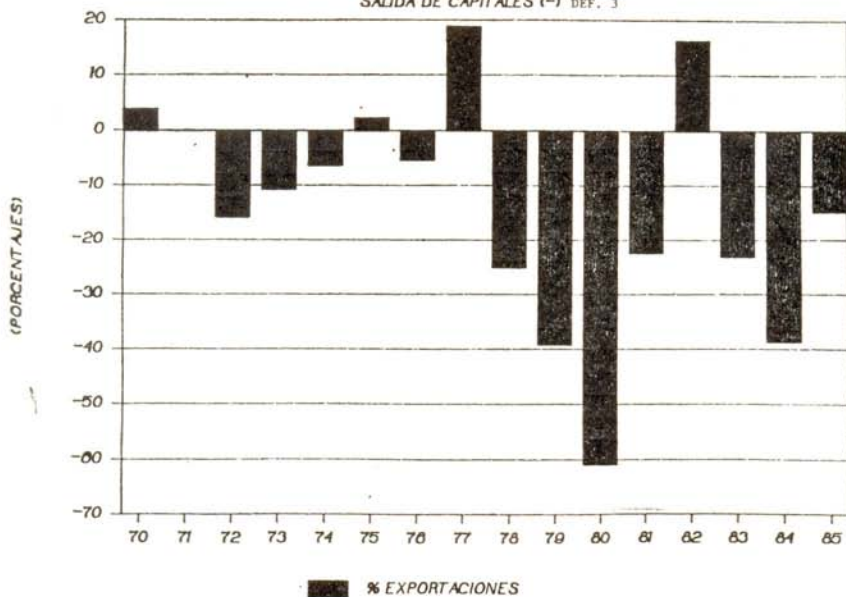
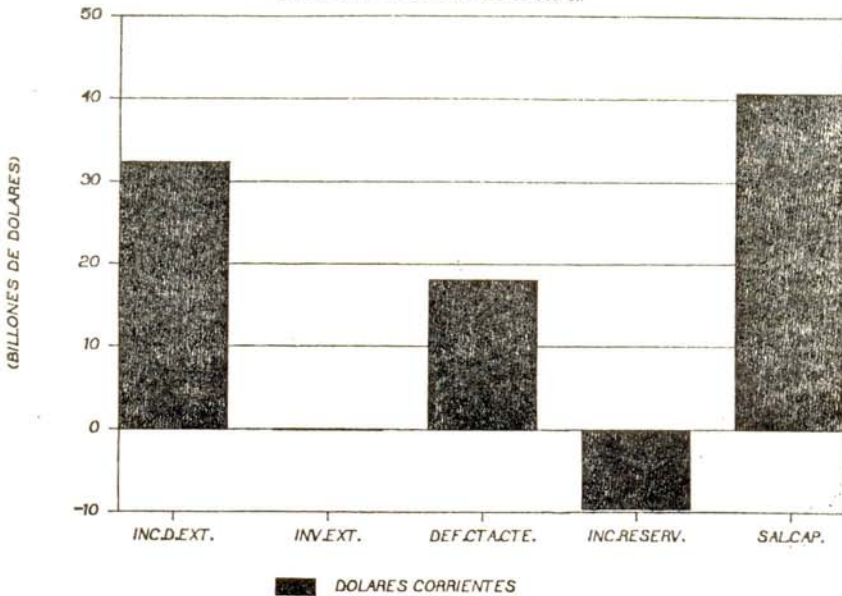


GRAFICO 17
 VENEZUELA—SALIDA DE CAPITALES

DEFINICION 2 EST. GLOBAL IDE+IE-DCC-IR



drá invertir en activos sujetos a fuertes riesgos de pérdidas, expropiación, impuestos, inflación y otros imprevistos en tanto y en cuanto el retorno esperado de esas inversiones sea suficientemente alto como para compensar por los riesgos. También adquirirá activos de bajo retorno con tal que ofrezcan seguridad y flexibilidad para futuras nuevas inversiones. Además, y esto es muy importante, las tasas de retorno y los riesgos de invertir en las distintas clases de activos no deben estar correlacionados. *Es obvio que el retorno y los riesgos de invertir en activos locales no están correlacionados con los riesgos y retornos de invertir en activos externos. Esto crea un atractivo especial para estos últimos.* La demanda de activos externos está vinculada a la demanda de activos internos por la vía de la riqueza total de los individuos la cual pone una limitación en su monto ya que la suma de las inversiones en activos netos locales más los activos netos en el exterior no debe exceder la riqueza total. Además, es obvio que así como la demanda de dinero

local depende del PIB con signo positivo, por razones de consistencia, la demanda de activos externos debe depender del ingreso con signo negativo. En palabras de Brainard y Tobin:

“En el modelo, el ingreso Y es incluido para representar la influencia conocida del volumen de transacciones en las tenencias deseadas de moneda y depósitos a la vista. Por la misma razón Y debe ser incluido en las demás funciones de demanda de activos del público. Si un incremento en el ingreso induce al público a engrosar sus tenencias de dinero, también lo induce a disminuir sus tenencias de algo distinto. Si este algo distinto no está especificado, la hipótesis implícita es que todo el movimiento hacia el dinero se hace a expensas de un activo residual, aquel cuya ecuación no ha sido escrita”.¹⁰

Esta es la razón fundamental por la cual la variable ingreso debe necesariamente estar incluida en la función de demanda de activos financieros externos. Además “a priori” debe tener signo negativo, es decir, contrario al de la demanda de dinero local. Esto es precisamente lo que ocurre con las ecuaciones de regresión que presentamos en este trabajo. Pero no termina allí la historia. Dicen los autores citados:

“La influencia del Producto Interno Bruto sobre la elección de los activos es una conexión entre la economía real y los mercados financieros. Una conexión adicional es la influencia de r , la eficiencia marginal del capital, otra variable exógena al sector financiero. Un incremento de r , por ejemplo, levanta el valor de mercado de las acciones, y con él, el de la riqueza del público, o el dividendo de las acciones, o ambos. De cualquier manera conducirá a una reestructuración de la cartera y a una nueva estructura de tasas. La eficiencia marginal del capital está linealmente relacionada con la productividad promedio del capital Y/K : Ambas Y y K son exógenas al sector financiero”.¹¹

¹⁰ William C. Brainard y James Tobin: “Econometric Models: Their Problems and Usefulness. Pitfalls in Financial Model Building *American Economic Review* Proc. May 1968, 58, 99-122 p. 103.

¹¹ Brainard y Tobin op. cit. p. 103.

Para los economistas especializados en desarrollo económico existe una tercera compulsiva y obvia razón para incluir el ingreso entre los argumentos de la demanda de activos externos. Es el conocido RMSM (Revised Minimum Standard Model) del Banco Mundial de uso popular en esa institución desde 1973.¹² Modelos de la misma familia, aunque más esotéricos, son usados para proyecciones macroeconómicas y análisis de deuda en el Banco Interamericano de Desarrollo.¹³ No es este el momento de explicar la mecánica de estos modelos pero sí recordar que en la versión "requirements", el economista fija exógenamente la tasa de crecimiento para el país (también la de las exportaciones y la elasticidad de las importaciones con respecto al producto y otros parámetros) y el modelo arroja, como principal resultado endógeno, los requerimientos de capital externo necesarios para alcanzar la tasa "meta" de crecimiento del producto propuesta. Si el financiamiento requerido resultante es excesivo, es evidente que habrá que ser menos ambicioso en la tasa de crecimiento del producto. Si por el contrario, la tasa de crecimiento propuesta es muy baja, una línea de la detallada balanza de pagos del modelo RMSM arroja una salida de capitales de corto plazo. En otras palabras, la relación entre la tasa de crecimiento y los requerimientos y/o salidas de capital es el elemental ABC de los economistas del Banco Mundial y el Banco Interamericano. Las ecuaciones de regresión que presentamos con la tasa de crecimiento del producto como argumento explicativo de la salida de capitales constituyen una validación y confirmación independiente del realismo de esos modelos.

¹² Banco Mundial "Guide to Modelling Systems" Country Analysis and Projection Division - Versión del 15 de febrero de 1984. El anterior Vicepresidente de Políticas de Desarrollo del Banco Mundial, Hollis Chenery y el entonces Jefe de la División de "Country Analysis and Projections", Nicholas Carter, deben recibir buena parte del crédito por haber popularizado ese sencillo y útil mecanismo de análisis tan tempranamente como 1973.

¹³ Por ejemplo, Van Ryckeghem W., Malovany G. and Ruffat A., "Financing Latin American Development in the Second Half of the Eighties", DES January 21, 1986.

En el modelo de cartera que proponemos la deuda externa pertenece al Gobierno, como lo demuestra la experiencia latinoamericana. En consecuencia, la riqueza total del *sector privado* se considera que es igual a:

$$\text{Riqueza} = \text{Moneda } (M_1) + \text{Bonos netos del Gobierno } (B) \\ + \text{Activos Reales Locales } (AR) + \text{Activos} \\ \text{Financieros Externos } (AFE).$$

También se supone que la demanda de cada uno de estos activos depende de su propia tasa de retorno esperada y de los retornos esperados de las inversiones en los activos alternativos. Pero además la demanda de dinero depende del nivel de transacciones medido, como "proxy", por el PIB, dado el papel esencial del dinero como medio de pago en las compras y en la cancelación de obligaciones.

Es decir, la demanda de dinero,¹⁴ dependería de:

$$D(M_1) = F(Y, P, R, aY/K, R^* \cdot T/T_{-1})$$

del PIB (Y), del retorno de detentar dinero determinado por el índice de precios (P), del interés que producen los activos financieros (R), de la productividad marginal de los activos reales locales dado por la participación del sector propietario en el ingreso nacional dividida por el capital real del país (aY/K), y del interés proveniente de los activos financieros externos ($R^* \cdot T/T_{-1}$), donde también intervienen las devaluaciones y revaluaciones del tipo de cambio (T/T_{-1}).

De la misma manera se pueden escribir las funciones de demanda de cada uno de los demás activos de la cartera. Como la demanda del gran activo alternativo (M_1) depende del Pro-

¹⁴ Esta función de demanda puede compararse con la de Milton Friedman. Ver: "The Quantity Theory of Money: A Restatement". La función precisa de demanda de dinero propuesta por Friedman es:

$$\frac{M}{P} = f\left(r_b, r_e, \frac{1}{p} \cdot \frac{dp}{dt}, w, \frac{Y}{p}, u\right)$$

El artículo está reproducido en "The Optimum Quantity of Money and Other Essays", Aldine Publishing Co., Chicago 1969. Capítulo 2 (p. 58). La función teórica de demanda de dinero de Friedman es, en realidad, keynesiana y por lo tanto su especificación es pacífica en la doctrina. La controversia está en el signo de las tasas de interés r_b y r_e , y en si se debe usar M_1 , M_2 o M_3 .

ducto Interno Bruto (Y), los demás también debido a la ecuación sobre la riqueza del sector privado. En particular, la demanda por los activos financieros externos que nos interesarían sería:

$D(\text{AFE}) = F(Y, P, R, aY/K, R^* \cdot T/T_{-1})$; suponiendo una función exponencial de la forma:

$$D(\text{AFE}) = b_0 \cdot Y^{b_1} \cdot P^{b_2} (a/k \cdot Y)^{b_3} \cdot (1 + R)^{b_4} (1 + R^*)^{b_5} \cdot (T/T_{-1})^{b_6}$$

y tomando logaritmos naturales:

$$\ln D(\text{AFE}) = \ln b_0 + b_1 \ln Y + b_2 \ln P + b_3 \ln (a/K \cdot Y) + b_4 \ln e^R + b_5 \ln e^{R^*} + b_6 \ln (T/T_{-1} - 1)$$

y diferenciando con respecto al tiempo, suponiendo que K es constante ¹⁵ y colectando los términos que contienen Y:

$$\begin{aligned} afe &= (b_1 + b_3)y + b_2p + b_4R + b_5R^* + b_6T/T_{-1} \\ afe &= b_7y + b_2p + b_4R + b_5R^* + b_6T/T_{-1} \end{aligned}$$

donde:

afe = tasa de crecimiento de los activos financieros externos

y = tasa de crecimiento del PIB

p = tasa de inflación

R = tasa de interés local

R^* = tasa de interés internacional

T/T_{-1} = tasa de devaluación o revaluación + 1

Aunque la arriba mencionada es la principal especificación usada en este trabajo, tratándose de un estudio empírico, en un terreno todavía relativamente inexplorado, debe probarse con otras variables "proxies", o combinaciones de las variables antes mencionadas. Particularmente importantes son las variables anticipatorias de la inflación, la que casi siempre está relacionada con desorden en la administración

¹⁵ La hipótesis de que el capital es constante es usual en el análisis macroeconómico de corto plazo. Excluimos la tasa de crecimiento del capital real, no tanto por razones teóricas, sino por las dificultades de obtener series cronológicas confiables de esta variable. Cabe destacar, sin embargo, que usando la inversión real como "proxy" por la tasa de crecimiento del capital, su signo resulta negativo y además significativo, como sugiere la teoría.

pública, que se suele reflejar en un mayor déficit fiscal.

Bien pudiera ocurrir que el sector privado "huele" el mayor riesgo que se avecina por el déficit fiscal. Una administración adecuada y racional del Estado reduce el déficit. Del mismo modo los cambios de gobierno incrementan el riesgo de nuevas medidas de política económica y posiblemente induzcan a los ciudadanos del país a refugiar parte de su patrimonio temporalmente en dólares hasta ver claro cuáles son las nuevas reglas de juego. Esto puede ser importante porque la variabilidad de las políticas económicas es mucho mayor en los países latinoamericanos que en los países industrializados con economía de mercado. La extraordinaria cantidad y disponibilidad de instrumentos intervencionistas, y dentro de ellos principalmente la liberalidad de las leyes de Banco Central para prestar a los gobiernos y practicar malabares monetarios que no convencen al público, son rasgos prominentes de las economías de nuestros países.

Las "Causas" de la Salida

Como se dijo antes, los países investigados son siete. Se han concentrado los esfuerzos en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela porque ellos abarcan alrededor del 90 % del PIB y la población de la región. En ulteriores etapas, el fenómeno de la salida de capitales debe ser analizado en los demás países, particularmente en Costa Rica y Uruguay, donde parece haber adquirido proporciones significativas. Para cada uno de los siete países mayores se ha construido una matriz de 16 filas (observaciones) y 22 columnas (variables). De las variables probadas, 6 de ellas son distintas versiones de las tres definiciones de "salida de capitales" (FC), es decir, de la variable dependiente" en términos reales medida en primeras diferencias con respecto a su acervo. Las otras 16 son variables independientes. Ellas son:

Y = tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (en primeras diferencias del PIB se obtienen esencialmente los mismos resultados)

- P = tasa de inflación (en primeras diferencias del índice de precios se obtienen esencialmente los mismos resultados)
- Z = aceleración de la inflación
- i = tasa de interés nominal
- R = tasa de interés real $\frac{(i - P)}{(i + P)}$
- iTB = tasa de interés internacional (tasa de letras de tesorería de los Estados Unidos)
- UR = tasa de interés real internacional
- EX = tipo de cambio real de cada país (diferencia entre el tipo de cambio real actual y el de equilibrio)
- T/T₋₁ = tasa de crecimiento del tipo de cambio nominal + 1
- RR = reservas del Banco Central en términos reales al comienzo del período ("proxy" por EX)
- IDR = incremento de la deuda externa en términos reales ("proxy")
- INT.D.P.D = el interés que ganaría un inversor que partiendo de dólares compra pesos y al final del año vuelve a dólares (interés dólar peso dólar, o paridad de interés no cubierta)
- INT.D.P.D. = $\frac{1 + i}{1 + \frac{DTC}{TC}} - 1$
- T₃ = INT.D.P.D. - iTB
- CADEGO = cambios de gobierno (como variable "dummy")
- DF = déficit fiscal
- ID = incremento de la deuda externa en términos nominales

IIB = tasa de inversión (Inversión Interna Bruta dividida por el Producto Interno Bruto). La inclusión de esta variable obedece al propósito de determinar en qué medida la salida de capitales daña el proceso de inversión y por lo tanto el desarrollo de nuestros países. La tasa de crecimiento del capital (k) sin embargo podría ser un argumento teórico en la explicación de la salida de capitales, si ponemos como hipótesis que el capital nacional real (k) no es constante. En este caso el signo de (k) debería ser negativo.

En lo que sigue se presentan las ecuaciones de regresión mejores que se pudieron obtener entre más de 300 diferentes que fueron probadas.

Antes de entrar de lleno en la interpretación de ellas, corresponde agregar dos palabras sobre los casos de Brasil, Chile, Colombia y Perú. Como puede observarse de los gráficos correspondientes a estos países y su comparación con los primeros cuatro gráficos presentados, la salida de capitales no es un problema mayor en estos países. Como se dijo antes, es normal que por razones de diversificación de riesgos y la correlación casi igual a cero que existe entre el riesgo de las inversiones en los activos locales y en los activos financieros externos, una parte de la cartera de inversión de los latinoamericanos se invierta afuera. Los incentivos para salir han sido evidentemente menores en estos cuatro países que se caracterizaron por registrar relativamente buenas tasas de crecimiento de las respectivas economías y tipo de cambio subvaluado, lo cual significa altas tasas de retorno de los activos reales locales y alto costo de invertir en el exterior.

No obstante, debe puntualizarse que en el caso del Brasil la tasa de inflación es significativa como elemento asociado a la salida. También la tasa de interés real, pero con signo contrario al esperado; sube la tasa de interés real y salen los capitales en vez de entrar.

En Chile el decrecimiento del producto y el déficit fiscal brindan ecuaciones con un satisfactorio poder explicativo.

En Colombia el tipo de cambio nominal, la paridad de

interés no cubierta y la tasa de inflación son significativos y están asociados con la salida de capitales. La tasa de interés real también, pero con el signo contrario al esperado: sube la tasa de interés real y salen los capitales.

En Perú, los factores explicativos más importantes son el déficit fiscal, el endeudamiento externo, la paridad de interés no cubierta y el decrecimiento del producto.

Los casos de Argentina, México y Venezuela, los tres países con una exorbitante y patológica salida de capitales, permiten obtener ecuaciones de regresión con excelente poder explicativo (elevado R^2) y valores significativos del parámetro estadístico t para las variables del modelo que resultan así positivamente o negativamente asociadas de una manera muy fuerte con la salida de capitales. Las explicaciones eurísticas de estas asociaciones, por supuesto, son algo subjetivas y están sujetas al debate y a distintas interpretaciones racionales según la imaginación del lector. Dada la importancia del fenómeno de la fuga en estos tres países, el análisis se concentrará en ellos.

ARGENTINA

$$\begin{aligned}
 1) \text{ FC} &= 0.59Y - 0.64iTB + 0.82T/T_{-1} \\
 &\quad (4.89) \quad (-6.62) \quad (3.65) \\
 &\quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \\
 &\quad 0.000 \quad 0.000 \quad 0.003
 \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0.74, \quad DW = 2.19, \quad SE = 1.80$$

$$\begin{aligned}
 2) \text{ FC} &= 0.31Y - 0.75IDR + 0.66 \\
 &\quad (3.49) \quad (-7.90) \quad (1.22) \\
 &\quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \\
 &\quad 0.004 \quad 0.000 \quad 0.244
 \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0.88, \quad DW = 1.86, \quad SE = 1.22$$

$$\begin{aligned}
 3) \text{ FC} &= 0.42Y - 0.74RR \\
 &\quad (3.32) \quad (6.90) \\
 &\quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \\
 &\quad 0.006 \quad 0.000
 \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0.69, \quad DW = 2.11, \quad SE = 1.95$$

$$\begin{aligned}
 4) \text{ FC} &= 0.62Y - 0.40iTB - 0.04 \text{ INT.D.P.D.} \\
 &\quad (4.26) \quad (-6.37) \quad (-2.63) \\
 &\quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \\
 &\quad 0.001 \quad 0.000 \quad 0.020
 \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0.65, \quad DW = 1.73, \quad SE = 2.08$$

$$\begin{aligned}
 5) \text{ FC1} &= 0.72Y - 0.06R - 3.44 \\
 &\quad (6.85) \quad (-2.95) \quad (-5.84) \\
 &\quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \\
 &\quad 0.000 \quad 0.011 \quad 0.000
 \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0.79, \quad DW = 2.24, \quad SE = 1.50$$

$$\begin{aligned}
 6) \text{ FC} &= 0.58Y - 0.06R - 4.14 \\
 &\quad (3.31) \quad (-1.83) \quad (-4.15) \\
 &\quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \\
 &\quad 0.005 \quad 0.089 \quad 0.001
 \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0.44, \quad DW = 1.52, \quad SE = 2.61$$

$$7) \text{ IIB} = 0.30\text{FC} + 0.02\text{IDR} + 0.96\text{IIB}_{-1} + 0.96$$

(0.68)	(0.06)	(5.17)	(0.23)
PROB>t	PROB>t	PROB>t	
0.509	0.955	0.000	0.824

$$\bar{R}^2 = 0.64, \quad \text{SE} = 2.58$$

$$8) \text{ CONS} = -0.26\text{FC} + 0.62\text{CONS}_{-1} + 28.15$$

(-1.07)	(2.96)	(1.74)
PROB>t	PROB>t	PROB>t
0.303	0.011	0.106

$$\bar{R}^2 = 0.37, \quad \text{SE} = 3.26$$

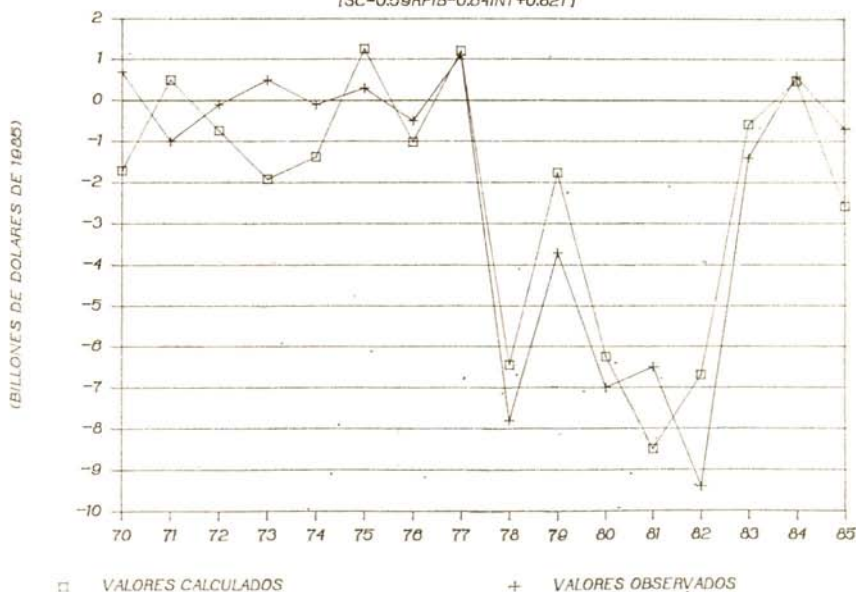
MATRIZ DE CORRELACIONES EN EL MODELO TEORICO

Data File: ARG.SC

FC	1.000	0.626	0.160	-0.330	-0.687	0.038
Y	0.626	1.000	-0.174	0.036	-0.424	-0.445
P	0.160	-0.174	1.000	-0.584	0.200	0.842
R	-0.330	0.036	-0.584	1.000	0.378	-0.468
iTB	-0.687	-0.424	0.200	0.378	1.000	0.318
T/T-1	0.038	-0.445	0.842	-0.468	0.318	1.000

ARGENTINA.-SALIDA DE CAPITALES (-)

$$[SC=0.59RPIB-0.04INT+0.82T]$$



MEXICO

$$\begin{aligned}
 1) \text{ FC} &= 0.37Y - 0.57iTB + 0.06 \text{ INT.D.P.D.} \\
 &\quad (3.81) \quad (-8.87) \quad (3.03) \\
 &\quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \\
 &\quad 0.002 \quad 0.000 \quad 0.010
 \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0.80, \quad DW = 1.89, \quad SE = 1.40$$

$$\begin{aligned}
 2) \text{ FC} &= 0.35Y - 0.43iTB + 0.17R \\
 &\quad (3.12) \quad (-4.41) \quad (2.67) \\
 &\quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \\
 &\quad 0.008 \quad 0.001 \quad 0.021
 \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0.77, \quad DW = 1.96, \quad SE = 1.49$$

$$\begin{aligned}
 3) \text{ FC} &= 0.66Y - 0.20iDR - 1.18 \text{ RR} - 1.42 \\
 &\quad (10.10) \quad (-4.55) \quad (-4.1) \quad (1.75) \\
 &\quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \\
 &\quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \\
 &\quad 0.000 \quad 0.001 \quad 0.000 \quad 0.105
 \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0.91, \quad DW = 2.00, \quad SE = 0.93$$

$$\begin{aligned}
 4) \text{ FC} &= 0.09P + 0.005 \\
 &\quad (6.00) \quad (0.07) \\
 &\quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \\
 &\quad 0.000 \quad 0.944
 \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0.71, \quad DW = 1.71, \quad SE = 1.65$$

$$\begin{aligned}
 5) \text{ FC} &= 0.73DF + 0.70 \\
 &\quad (5.29) \quad (0.86) \\
 &\quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \\
 &\quad 0.000 \quad 0.405
 \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0.66, \quad DW = 2.10, \quad SE = 1.81$$

$$\begin{aligned}
 6) \text{ FC} &= 0.44Y - 0.40iTB - 1.26T/T_{-1} \\
 &\quad (3.95) \quad (2.83) \quad (-1.84) \\
 &\quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \\
 &\quad 0.002 \quad 0.014 \quad 0.088
 \end{aligned}$$

$$\bar{R}^2 = 0.71, \quad DW = 1.79, \quad SE = 1.66$$

$$7) \text{ IIB} = 0.49\text{FC} + 0.46\text{IDR} + 19.97$$

(3.78)	(7.41)	(30.55)
PROB>t	PROB>t	PROB>t
0.002	0.000	0.000

$$\bar{R}^2 = 0.79, \quad \text{DW} = 2.12, \quad \text{SE} = 1.39$$

$$8) \text{ IIB} = 0.54\text{FC} + 0.38\text{IDR} + 0.39 \text{IIB}_{-1} + 11.7$$

(4.77)	(6.05)	(2.52)	(3.16)
PROB>t	PROB>t	PROB>t	PROB>t
0.000	0.000	0.270	0.003

$$\bar{R}^2 = 0.87, \quad \text{SE} = 1.12$$

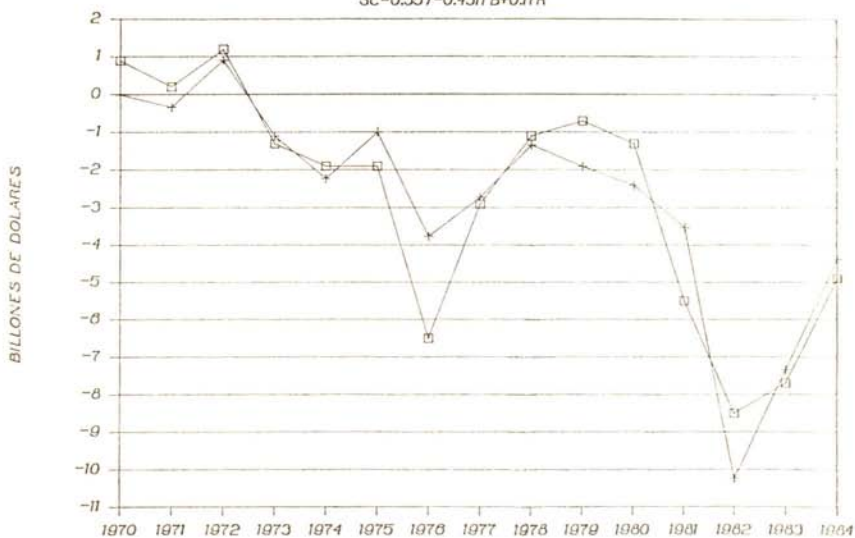
MATRIZ DE CORRELACIONES EN EL MODELO TEORICO

Data File: MEX. SC1

FC	1.000	0.731	-0.857	0.768	-0.703	-0.461
Y	0.731	1.000	-0.769	0.619	-0.573	-0.028
P	-0.857	-0.769	1.000	-0.799	0.801	0.532
R	0.768	0.619	-0.799	1.000	-0.758	-0.209
T/T ₋₁	-0.703	-0.573	0.801	-0.758	1.000	0.285
iTB	-0.461	-0.028	0.532	-0.209	0.285	1.000

MEXICO---SAL---CAP---EQ.2

$$\text{SC} = 0.35\text{Y} - 0.43\text{iTB} + 0.17\text{R}$$



□ VALORES OBSERVADOS

+ VALORES CALCULADOS

VENEZUELA

$$\begin{array}{l}
 1) \text{ FC} = 0.42Y + 0.54R - 0.46iTB \\
 \quad \quad (2.66) \quad (3.43) \quad (-5.43) \\
 \quad \quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \\
 \quad \quad 0.019 \quad 0.004 \quad 0.000
 \end{array}$$

$$\bar{R}^2 = 0.62, \quad DW = 2.56, \quad SE = 2.81$$

$$\begin{array}{l}
 2) \text{ FC} = 0.41Y - 0.43P \\
 \quad \quad (2.55) \quad (-5.83) \\
 \quad \quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \\
 \quad \quad 0.023 \quad 0.000
 \end{array}$$

$$\bar{R}^2 = 0.57 \quad DW = 1.97, \quad SE = 2.97$$

$$\begin{array}{l}
 3) \text{ FC} = 0.64Y + 0.64R - 4.72 \\
 \quad \quad (3.93) \quad (4.32) \quad (5.93) \\
 \quad \quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \\
 \quad \quad 0.002 \quad 0.001 \quad 0.000
 \end{array}$$

$$\bar{R}^2 = 0.67, \quad DW = 2.59, \quad SE = 2.61$$

$$\begin{array}{l}
 4) \text{ FC} = 0.64Y - 0.58IDR - 2.50 \\
 \quad \quad (3.11) \quad (-2.67) \quad (-2.10) \\
 \quad \quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \\
 \quad \quad 0.008 \quad 0.018 \quad 0.054
 \end{array}$$

$$\bar{R}^2 = 0.48, \quad DW = 1.37, \quad SE = 3.27$$

$$\begin{array}{l}
 5) \text{ IIB} = 1.29FC + 1.93IDR + 24.90 \\
 \quad \quad (4.16) \quad (5.36) \quad (15.53) \\
 \quad \quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \quad \text{PROB}>t \\
 \quad \quad 0.001 \quad 0.000 \quad 0.000
 \end{array}$$

$$\bar{R}^2 = 0.67, \quad DW = 1.13, \quad SE = 4.82$$

$$6) \text{ IIB} = 1.06\text{FC} + 0.92\text{IDR} + 0.62\text{IIB}_{-1} + 10.08$$

(4.03)	(2.06)	(2.97)	(1.96)
PROB>t	PROB>t	PROB>t	PROB>t
0.001	0.060	0.011	0.072

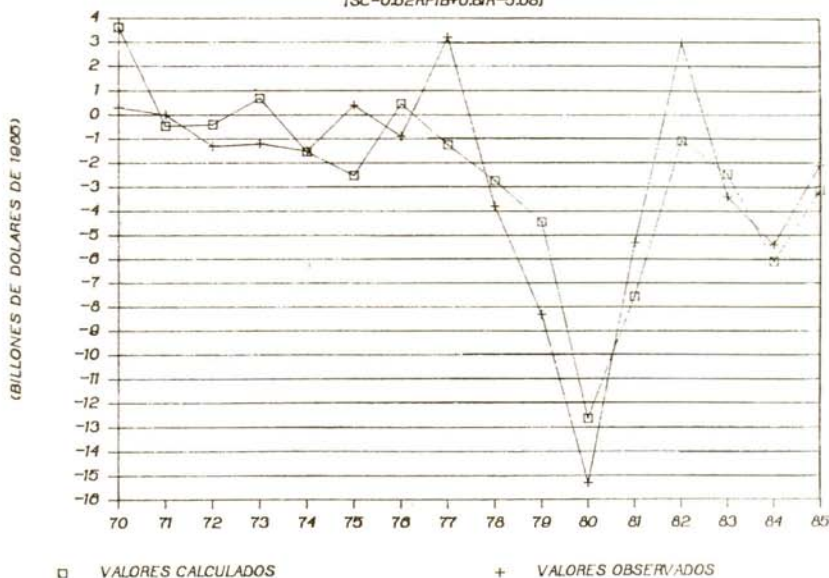
$$\bar{R}^2 = 0.80, \quad \text{SE} = 3.90$$

MATRIZ DE CORRELACIONES EN EL MODELO TEORICO
Data File: VEN. SC

FC	1.000	0.550	-0.742	0.611	-0.110	-0.596
Y	0.550	1.000	-0.371	-0.053	-0.594	-0.640
P	-0.742	-0.371	1.000	-0.864	0.007	0.669
R	0.611	-0.053	-0.864	1.000	0.269	-0.295
T/T ₋₁	-0.110	-0.594	0.007	0.269	1.000	0.157
iTB	-0.596	-0.640	0.669	-0.295	0.157	1.000

VENEZUELA-SAL-CAP 1970-85

$$[SC=0.02RP+0.01R-5.08]$$



Las ecuaciones anteriores apuntan a seis causas de la salida de capitales que según el orden de importancia que objetivamente reflejan los parámetros estadísticos son:

Primero: Falta de crecimiento del Producto Interno Bruto en nuestros países (Y).

Segundo: Tipo de cambio sobrevaluado en nuestros países (RR, IDR, EX, T/T_{-1}) unido a excesivo crédito externo y aproximado por el nivel de reservas del Banco Central.

Tercero: Elevada tasa de interés en los Estados Unidos (iTB).

Cuarto: Alta tasa de inflación en nuestros países (P).

Quinto: Excesivo déficit fiscal en nuestros países (DF).

Sexto: Tasa de interés real, con efectos ambivalentes (R).

Falta de Crecimiento del Producto Interno Bruto

Al discutir la especificación teórica del modelo de regresión se ha indicado con algún detalle por qué el ingreso debe necesariamente ser una variable explicativa, so pena de cometer errores de especificación que resultarían en parámetros estadísticos distorsionados. Las regresiones confirman "ex post" a la teoría: primero, en casi todos los siete países el ingreso tiene una buena asociación con la salida de capitales. Segundo, esa asociación es negativa. Cae el ingreso y salen los capitales; crece el ingreso y los capitales entran. La econometría confirma la opinión de Brainard y Tobin presentada anteriormente: así como el signo del ingreso en la demanda de dinero es positivo, en la demanda de activos financieros externos, es negativo.¹⁶

Como se recordara anteriormente, existe otra razón muy poderosa para incluir al ingreso como argumento explicativo de la salida de capitales: el ingreso está relacionado muy cercanamente con la tasa de retorno para la economía en su con-

¹⁶ Recordar que se han asignado valores negativos a la salida de capitales de acuerdo a las convenciones sobre balanza de pagos.

junto. Por lo pronto es evidente que la tasa de retorno media del capital para el conjunto de la economía está dada por la relación producto-capital Y/K . Además, y más importante, la productividad marginal del capital de la economía es, si ponemos como hipótesis una función de producción Cobb Douglas,

$$\text{igual a } \frac{aY}{K}^{17}$$

Como el capital de la economía, K , es más o menos constante en el corto plazo, la variable más importante que provoca la variación en la tasa de retorno de la economía es, obviamente, el ingreso de los capitalistas (aY). Es más, durante el ciclo económico, en la fase de recesión, las empresas no despiden personal en la misma proporción en que caen las ventas, por el costo legal del despido y el costo futuro de reentrenar nuevo personal cuando más tarde llegue la onda expansiva.¹⁸ En consecuencia, cuando viene la prosperidad el empleo crece, pero menos que las ventas. Como los salarios reales suelen mantenerse más o menos constantes por la fuerza de los sindicatos de trabajadores durante el ciclo, se sigue necesariamente que los beneficios empresarios tienen que ser muy bajos en promedio durante la depresión, pero enormemente altos durante la expansión económica. En consecuencia, es claro que al colocar la tasa de crecimiento del producto como variable independiente, la misma no solamente está recogiendo el poder explicatorio del ingreso como tal, sino también, y esto es muy importante, la tasa de retorno en los activos reales de la economía. Durante la recesión, las tasas de retorno de las empresas caen y el capital se aleja del país. Durante la expansión, las tasas de retorno suben, y el capital, siempre persiguiendo más ganancias, entra. Esto explica también cómo países que en general tienen altas tasas de retorno en activos reales, esto

¹⁷ $\frac{dY}{dK} = tK^a L^{1-a}$. Por lo tanto la Productividad Marginal del Capital es:

$$\frac{dY}{dK} = atK^{a-1} \cdot L^{1-a} = at \frac{K^a}{K} \cdot L^{1-a} = \frac{aY}{K}$$

¹⁸ Este fenómeno ha dado lugar en los Estados Unidos a la llamada "Ley de Okun" según la cual el desempleo crece y decrece a una tasa que es, más o menos, un tercio la del producto. Ver Arthur M. Okun "The Political of Prosperity". W. N. Norton, New York 1970 p. 135-38.

es, altas tasas de crecimiento de sus economías, no han experimentado salidas de capital patológicas. Los casos de Brasil y Colombia son los más obvios.

Si atendemos a los coeficientes de las ecuaciones N° 1 en el caso de la Argentina y México, por cada 1 por ciento de caída en la tasa de crecimiento (Y) salen del país entre 600 y 300 millones de dólares constantes de 1985. En el caso de Venezuela, entre 600 y 400. La inversa también parece ser correcta: si las economías aceleran su crecimiento el capital se mueve en la dirección conveniente para apoyar ese crecimiento entrando en proporciones similares a las anteriores mencionadas como salidas. Este punto en particular merecerá un comentario más adelante. Es necesario enfatizar que las cifras precedentes son dadas sobre la base de la condición "ceteris paribus", es decir, si no hay movimientos en las demás variables. Se entiende que el adecuado cálculo de los requerimientos de capital de un país necesita de la especificación de un modelo con muchas más variables. Las ecuaciones de regresión, sin embargo, son útiles para avalar empíricamente una potente asociación que debe ser tenida en cuenta por los que hacen la política económica.

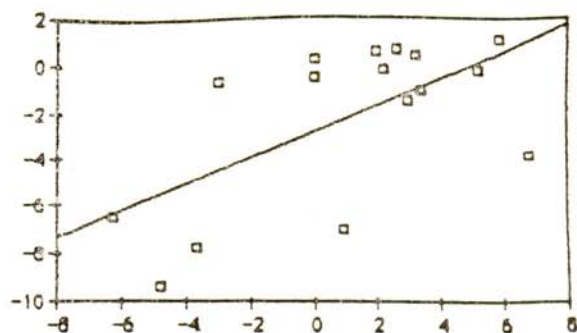
Todo indica que cuando los países tienen un programa de desarrollo bien diseñado con un gobierno capaz de implementarlo y fuertemente motivado hacia ese objetivo, el capital entra al país o por lo menos no sale. Si el país, por el contrario, carece de una estrategia de desarrollo seria y una voluntad férrea y racional de impulsar el desarrollo como uno de sus objetivos primeros, el capital se escapa.

Sobrevaloración Cambiaria, Excesiva Oferta de Crédito Externo y Reservas del Banco Central

En teoría, el tipo de cambio relevante para usar en este análisis sería la diferencia entre el tipo de cambio de equilibrio a largo plazo y el tipo de cambio real del momento. Sin embargo, el tipo de equilibrio es muy difícil de estimar pues varía según si el país tiene o no un pesado servicio de la deuda, según el precio del petróleo para México y Venezuela, según los descubrimientos de nuevos depósitos, etc. Por ello resulta necesario usar "proxies" para representar ese tipo de

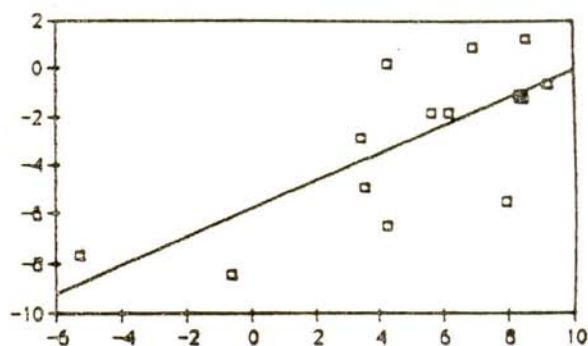
GRAFICO 21
CAIDA DEL INGRESO Y SALIDA DE CAPITALES
ARGENTINA, MEXICO Y VENEZUELA

Salida de
Capitales
(Billones
de US\$)



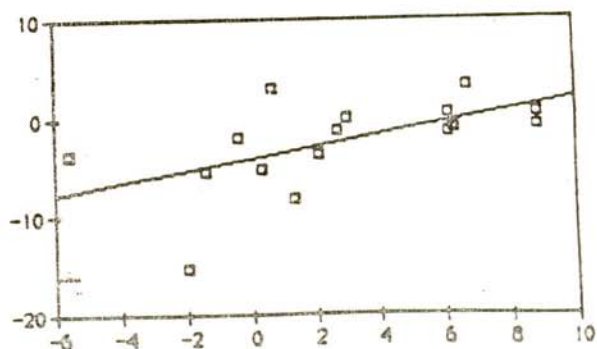
ARGENTINA

Salida de
Capitales
(Billones
de US\$)



MEXICO

Salida de
Capitales
(Billones
de US\$)



VENEZUELA

TASA ANUAL DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO

cambio relevante. En tal sentido se han usado dos: una es la oferta de crédito externo (IDR) que cuando es excesiva tiende a sobrevalorar el tipo de cambio real y otra está constituida por las reservas monetarias (RR) del país, pues cuando las reservas monetarias son elevadas, los gobiernos tienden a dejar que la inflación erosione el tipo de cambio real, lo cual conduce a la sobrevaloración en relación al tipo de cambio de equilibrio a largo plazo. El sector privado siempre estaría alerta a estos descuidos gubernamentales y aprovecharía la oportunidad de la sobrevaloración para comprar dólares. Esta interpretación está respaldada por las ecuaciones 3 de Argentina y México, las que muestran cuán importante y significativa es la "proxy" RR. El signo negativo en ambas indica que cuando las reservas aumentan, el capital utiliza la oportunidad para salir. Es evidente que los inversores deben visualizar algo erróneo en la política gubernamental cuando las reservas engrosan. Pues de lo contrario, bajo condiciones normales, es decir, estabilidad de precios, sanidad fiscal y razonable crecimiento, el aumento de reservas debiera ser un signo promisorio generador de confianza y debería estar asociado a la entrada de capitales, no a la fuga.

La excesiva oferta de crédito emerge de este análisis como elemento "causal" esencial del fenómeno de la salida de capitales. Los porcentajes del cuadro 1 para siete países podrían denominarse "propensión promedio a salir" del crédito externo ("average propensity to flight"). En los casos de Argentina, Venezuela y México existe, además, una "propensión marginal a salir" ("marginal propensity to flight") muy marcada del crédito externo. En la Argentina por cada dólar de crédito externo adicional, 75 centavos¹⁹ emigran como fuga de capitales (Ecuación 2). En el caso de México por cada dólar de crédito externo, 20 centavos emigran como fuga de capitales (Ecuación 3). En el caso de Venezuela "la propensión marginal a salir" es del 58 por ciento (Ecuación 4). En otras palabras, una conclusión emergente es que la excesiva oferta de crédito a un país sin una adecuada y eficientemente implantada estrategia de crecimiento, solamente sirve para so-

¹⁹ Con relativamente alto grado de confiabilidad dados los valores $t = 7.90$ en el caso de Argentina, 4.55 en el caso de México y 2.67 en el caso de Venezuela.

brevemente la moneda del país y ser contrapartida para que sus ciudadanos depositen su dinero en el exterior. En lugar de representar una ayuda para el desarrollo, el crédito externo puede ser una droga malsana.

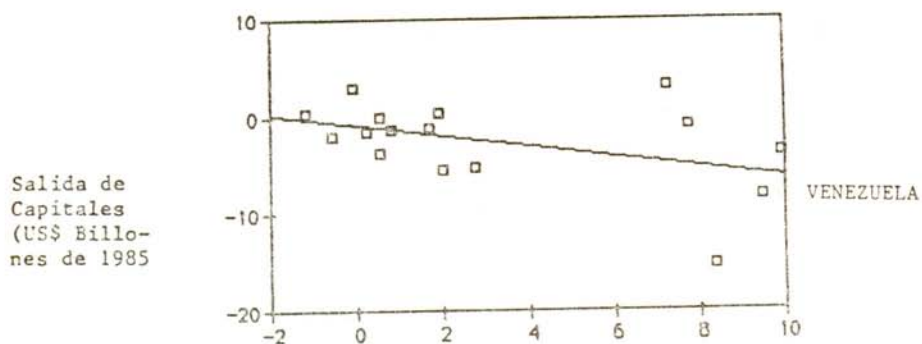
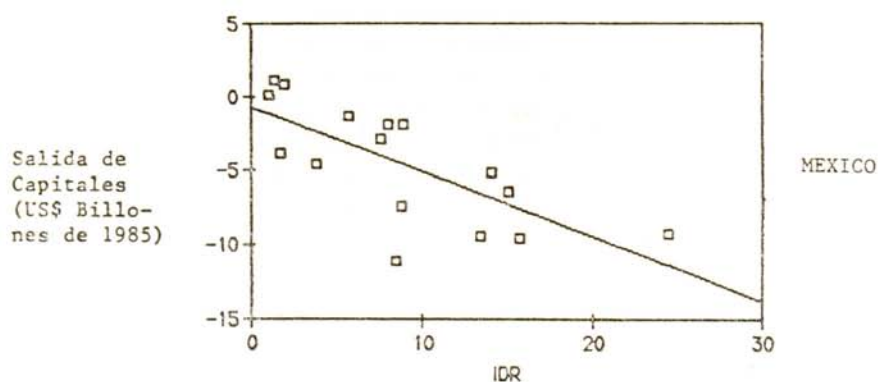
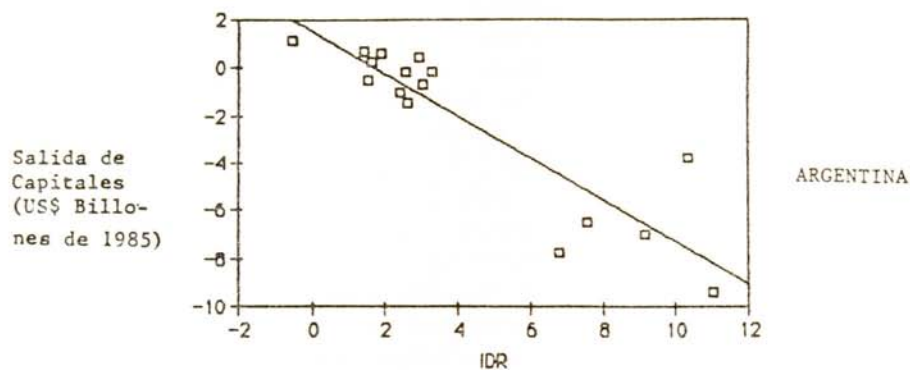
Al respecto debe tenerse en cuenta que es racional para los capitalistas locales reducir riesgos invirtiendo en el país bajo la máscara de la deuda externa.²⁰ Los inversores locales suelen pensar que algunos gobiernos latinoamericanos respetan en general más a la propiedad extranjera y a la deuda externa que a la propiedad local y la deuda gubernamental hacia los ciudadanos del país. En consecuencia, dichos inversores han sacado sus capitales depositando los mismos en bancos extranjeros y repatriando los mismos dineros bajo el ropaje de la deuda externa. De esta manera se disminuyen los riesgos, pues si las empresas van a la quiebra, casi siempre el gobierno asume la deuda externa. Con esta estrategia duplicada, en caso de que la economía crezca y el país se desarrolle, el hombre latino de negocios conserva la alternativa de hacer excelentes beneficios y así apuesta a dos puntas: si el país entra en el caos, se tiene a resguardo el capital afuera del mismo y el gobierno asume las deudas con los bancos privados extranjeros. Si el país crece, se obtienen excelentes beneficios en empresas de capital con alto "leverage". Como bien dice un reciente estudio del Fondo Monetario:

¶

"El inversor fue consciente de las diferencias en riesgo incurrido en inversiones locales o en el exterior y en que los riesgos de invertir fueron más altos por distintas razones, en la economía local. Por ello, se conjetura, que los residentes de los países en desarrollo invirtieron sus ahorros en el mercado internacional de capitales, mientras que usaron el crédito externo para el financiamiento de la inversión local. En la medida en que el inversor creía en que la deuda externa cuenta implícitamente con la garantía del gobierno, él estaba asegurado de que si la firma local iba a la quiebra o era expropiada,

²⁰ Ver Charles Kindleberger *A Financial History of Western Europe* George Allen and Unwin, London, 1984. Este autor informa, por ejemplo, que en los años 1840 los inversores franceses adquirían acciones y debentures de los ferrocarriles originalmente emitidos en la Bolsa de Londres y denominados en esterlinas, p. 221.

GRAFICO 22
 ENDEUDAMIENTO EXTERNO Y SALIDA DE CAPITALES
 ARGENTINA, MEXICO Y VENEZUELA



INCREMENTO DE LA DEUDA EXTERNA EN TERMINOS REALES
 (US\$ Billones de 1985)

la deuda externa sería asumida por el gobierno. Los ahorros depositados en el exterior no estaban obviamente expuestos a riesgo, de manera que el inversor estaba protegido en la medida en que se apoyara lo más posible en deuda externa. Dado este escenario, el inversor local se habría comportado de una manera completamente racional. Ciertamente en algunos países en desarrollo, la deuda externa incurrida por los residentes locales fue asumida por el Estado.”²¹

La hipótesis de Khan y Ul Haque parece estar apoyada por las ecuaciones 7 y 8 de México y 5 y 6 de Venezuela. En efecto, ellas muestran una asociación fuertemente negativa entre la salida de capitales (recordar que por convención le asignamos a esta variable un signo negativo) y la inversión interna bruta. Es decir, sale el capital y disminuye la inversión. Pero al mismo tiempo ambas ecuaciones muestran una fuerte asociación positiva entre el endeudamiento externo en términos reales (IDR) y la inversión, por lo cual no cabe duda de que la deuda externa se ha invertido en buena proporción en bienes de producción en ambos países. Cerrando el círculo, las ya mencionadas ecuaciones 3 de México y 4 de Venezuela establecen una fuerte asociación entre el crédito externo y la salida de capitales.

En el caso de la Argentina, sin embargo, las ecuaciones de regresión no muestran ninguna asociación entre el endeudamiento externo y la inversión interna bruta. Pareciera que en este caso el endeudamiento externo ha sido un mero instrumento de la fuga y nada más.²² El gráfico 23 ilustra sobre la relación entre el endeudamiento externo y la inversión en los tres países, Argentina, México y Venezuela.

Cabe agregar que en la Argentina existen dos razones institucionales compulsivas que inducen a los ciudadanos a sacar su capital del país para repatriarlo como deuda, debido a la forma como está legislado el impuesto a la renta y el llamado impuesto al patrimonio neto. En el caso del primero se

²¹ Mohsin S. Khan and Nadeem Ul Haque "Foreign Borrowing and Capital Flight" *IMF Staff Papers*. Vol. 32 N° 4, Dec. 1985, p. 625.

²² Ver al respecto la ecuación 7 referente a la Argentina donde los valores "t" de la salida de capitales y el endeudamiento externo (IDR) no tienen ninguna significatividad estadística.

obliga al contribuyente a declarar su patrimonio (activo-pasivo) al comienzo y al final del año fiscal y a pagar el impuesto a la renta por la diferencia. En consecuencia, los contribuyentes de fortuna se apresuran a enviar sus dineros al exterior para no declararlos y, al mismo tiempo, con la garantía de esos fondos, obtener créditos externos, los cuales, como pasivos, reducen su patrimonio neto aún más, y de esta manera se evaden impuestos por sumas siderales. Para evitar el pago del impuesto al patrimonio neto se sigue un procedimiento similar.

El tipo de cambio real del momento no tiene por sí solo gran poder explicativo sobre la fuga de capitales. Ello surge fácilmente observando el gráfico 24 referente a la Argentina, donde el año de mayor subvaluación cambiaria, esto es 1982, la salida de capitales alcanzó su "máximo maximorum". En el segundo año importante de salida de capitales, 1978, el tipo de cambio no estaba todavía sobrevaluado. También en México, precisamente en el año de mayor subvaluación cambiaria real, 1982, la salida de capitales fue la máxima (ver gráficos 11 y 25).

Por el contrario, las variaciones del tipo de cambio *nominal* que tienen lugar desde el comienzo hasta el fin del año arrojan valores significativos en ambos países, aunque con signos opuestos. El signo positivo en el caso de la Argentina (Ecuación 1) sugiere que las devaluaciones, al encarecer el costo de compras de activos extranjeros, frenan la salida de capitales. En el caso de México, el signo negativo del tipo de cambio nominal en la ecuación 6 sugiere que o las devaluaciones ocurren más bien tarde en el año, o que cuando ocurren son tan "cantadas" y previsibles que todo el público saca su dinero fuera del país por adelantado. Estas ecuaciones confirman el papel preponderante que el tipo de cambio debe tener en la salida de capitales.

Existe otra razón para reforzar al tipo de cambio sobrevaluado como una causa que actúa sutilmente detrás del escenario en el fenómeno de la salida de capitales. El tipo de cambio es quizá la señal de precio más importante de una economía. Si la política gubernamental, además de sostener el tipo de cambio sobrevaluado, baja las tarifas de importación como ocurrió en la Argentina y otros países, buena parte de la industria deja de ser "rentable", es decir, desciende la

tasa de retorno en activos reales. Miles de industrias y talleres cierran y colocan sus capitales a salvo en dólares esperando ver cuáles son las nuevas oportunidades de inversión. Como el efecto del descenso de la tasa de retorno en activos reales ya ha sido recogido por el PIB en las regresiones, queda muy poco que añadir al tipo de cambio real para explicar la salida. Sin embargo, este factor está allí, detrás de la oferta de crédito y de la rentabilidad de la economía y de la inflación como agente indirecto de la fuga. No cabe duda que en modelos econométricos más completos de ecuaciones simultáneas que incluyan los sectores real, financiero y externo de cada uno de los países, el tipo de cambio real tendría un lugar importante y explícito como elemento explicativo de la salida de capitales. La construcción de tales modelos, no emprendida hasta ahora en el BID o el Banco Mundial²³ y/o el FMI, sin embargo, llevaría mucho más tiempo que el asignado al presente estudio y, probablemente, los refinamientos del análisis no llevarían a conclusiones muy distintas de las presentes.

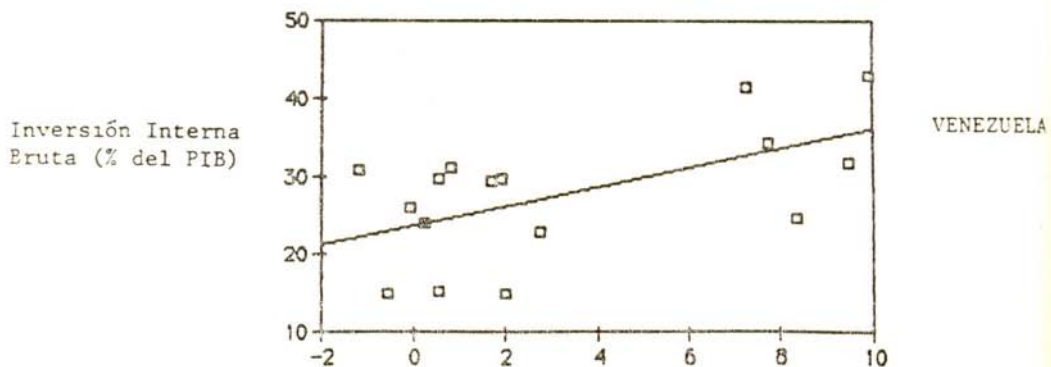
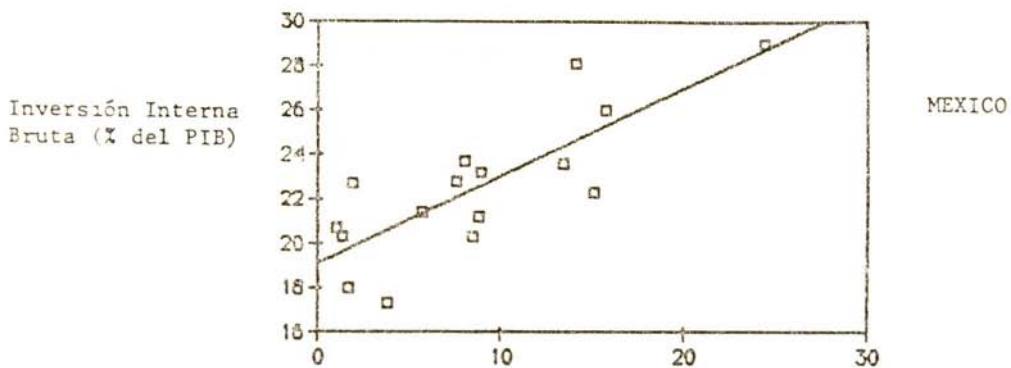
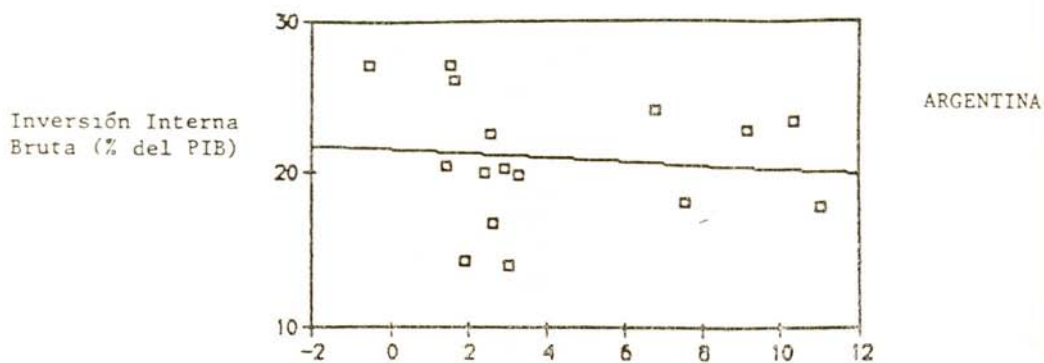
Por último, aunque no menos importante, las ecuaciones comentadas bajo este subtítulo plantean serios cuestionamientos a los programas de ajuste económico con recesión y abundante crédito externo que frecuentemente se ponen en ejecución en América latina. Es cierto que la recesión provoca una disminución de las importaciones y en consecuencia un ahorro

²³ John T. Cuddington op. cit. asigna al tipo de cambio real un papel causal crucial en la fuga de capitales. El trabajo de Cuddington de noviembre de 1985 está sujeto a las siguientes limitaciones: a) utiliza la definición 1 para la salida de capitales que encierra enormes subestimaciones del fenómeno de la fuga en el período 1978-1982. Cabe recordar que el presente estudio también adolece de este defecto en el caso de México; b) utiliza el período 74-82 como base para el análisis, el cual confiere solamente 9 observaciones, insuficientes para extraer conclusiones robustas; c) no incluye el ingreso como argumento, lo cual crea un problema de especificación y d) utiliza como tipo de cambio la diferencia entre el tipo de cambio real y un supuesto tipo de cambio "de equilibrio". Las bases para seleccionar ese tipo de cambio de equilibrio son débiles. Además, como se dijo antes, el tipo de cambio de equilibrio varía. México y Venezuela por ejemplo requieren un tipo de cambio de equilibrio distinto según los años debido al precio del petróleo y según los descubrimientos de nuevo mineral, esto último especialmente en el caso de México. El tipo de cambio de equilibrio también varía con el monto del servicio de la deuda externa, etc., etc. En resumen, esta definición de la variable tipo de cambio introduce una cierta dosis de subjetividad en el estudio.

GRAFICO 23

CONEXION ENTRE ENDEUDAMIENTO EXTERNO E INVERSION

ARGENTINA, MEXICO Y VENEZUELA



ENDEUDAMIENTO EXTERNO ANUAL
EN BILLONES DE DOLARES DE 1985

GRAFICO 24
 ARGENTINA. SAL. CAP. Y TIPO DE CAMBIO
 (TIPO DE CAMBIO REAL 1970 = 10)

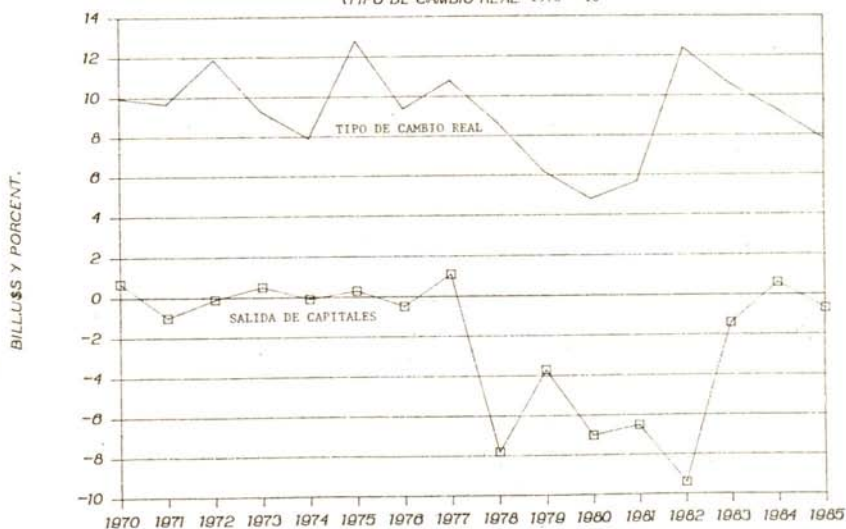
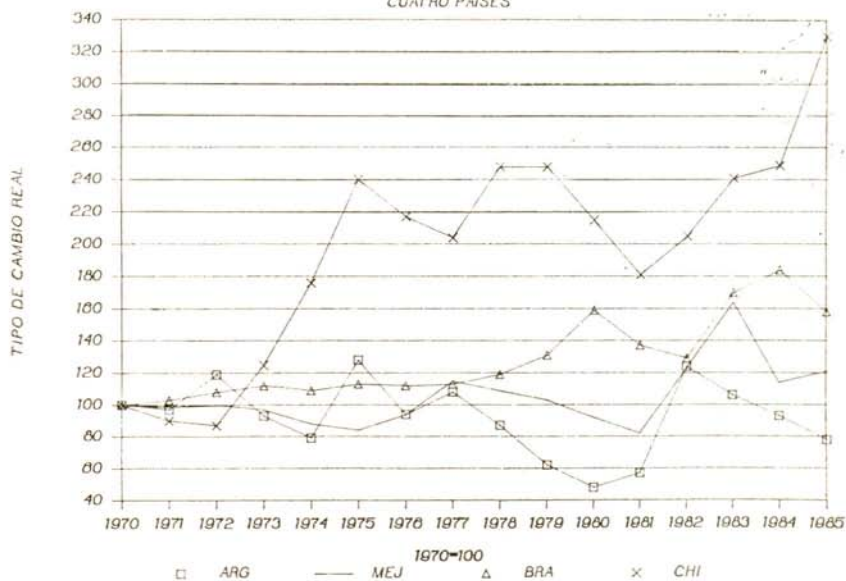


GRAFICO 25
 TIPO DE CAMBIO REAL
 CUATRO PAISES



de divisas, lo cual facilita el equilibrio externo. Pero, a su vez, la misma recesión unida al crédito externo abundante impulsa la salida de capitales, lo cual agrava el desequilibrio. Surge, pues, la necesidad de repensar los modelos de ajuste y buscar formas de llevarlo a cabo expandiendo la producción y las exportaciones. Ello coincide con los intereses latinoamericanos y el plan Baker, simultáneamente.

También es importante destacar que la relativa disminución en la salida de capitales de los años 1984 y 85 en realidad tuvo lugar gracias a la reducción de la oferta de crédito externo, a la escasez de las reservas monetarias, así como la enorme fuga del período 78-82 estuvo vinculada a la excesiva oferta de crédito, y a la plétora de las reservas, sin las cuales la salida no hubiera sido posible.

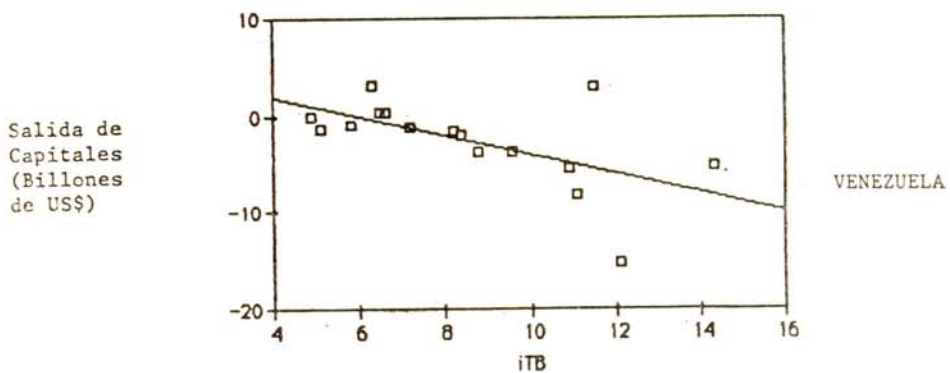
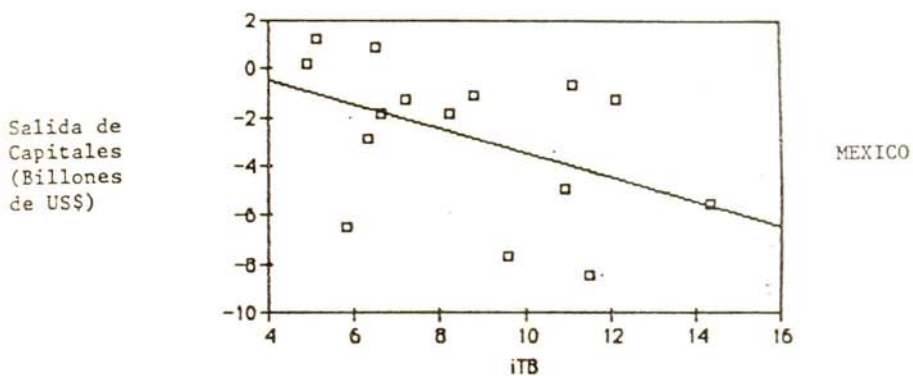
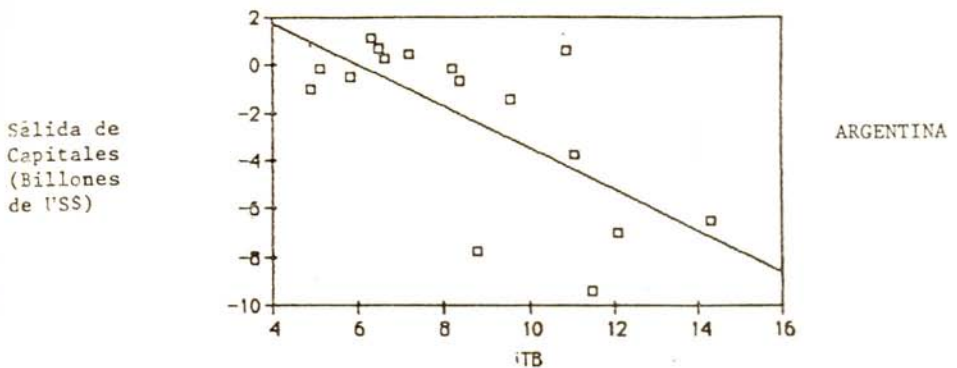
La Tasa de Interés en los Estados Unidos

— A lo largo de esta investigación, la tasa de interés en los Estados Unidos demuestra consistentemente un enorme impacto en la situación de deuda externa y salida de capitales de nuestros países. En este punto las regresiones corridas confirman la aseveración de William Cline:

“Los prestatarios se acostumbraron a las bajas tasas de interés real del decenio de 1970. En el período 1961-70, la tasa LIBOR en depósitos menos el incremento del índice de precios al por mayor de los Estados Unidos produjeron una tasa de interés real de 4.1 por ciento. Pero en 1971-80 este promedio fue — 0.8 por ciento: las tasas de interés reales fueron negativas en promedio para la década. En 1979 y 1980 las tasas de interés nominal fueron altas (LIBOR promedio 13.2 por ciento) y aunque la inflación estadounidense fue virtualmente igual a la tasa LIBOR, altas tasas nominales de interés causaron una compresión del flujo de caja de los prestatarios como se discutió más arriba. Al llegar a 1981-82 la declinante inflación sin una igualmente declinante tasa de interés implicaron altas tasas de interés real (7.5 por ciento en 1981 y 11.0 por ciento en 1982) empeorando la situación.”²⁴

²⁴ William Cline. *International Debt Systemic Risk and Policy Response*. Institute for International Economics, Washington, D.C., 1984.

GRAFICO 26
 TASAS DE INTERES EN LOS ESTADOS UNIDOS Y
 SALIDA DE CAPITALES DE
 ARGENTINA, MEXICO Y VENEZUELA



El empeoramiento de la situación fue potenciado varias veces por el impacto de las altas tasas de interés en la fuga de capitales. Aunque en casi todos los países la tasa de interés sobre letras de tesorería de los Estados Unidos aparece como una variable relevante para explicar la fuga de capitales, en el caso de los tres países con problemas adquiere proporciones mayúsculas: por un uno por ciento de aumento en la tasa de interés en los Estados Unidos, salen del país unos 600 millones de dólares.²⁵

Sin embargo, a poco que se comienza a analizar en detalle hay mucho más detrás de un punto de variación en la tasa de letras de la Tesorería de los Estados Unidos. El alza de la tasa de interés estadounidense ha estado asociada a la inflación de este país en el período 74-80 y a la sobrevaloración cambiaria del dólar y a la deflación de 1981-84. La ecuación asigna tan grande importancia a la tasa de interés, puesto que ni la inflación en los Estados Unidos ni la sobrevaloración del dólar figuran en la misma y por lo tanto su efecto es recogido por la tasa de interés citada.

Como bien lo señala Cline, el propio endeudamiento de nuestros países fue inducido en parte por la reducida tasa de interés real de los años 70 conectada a la alta tasa de inflación estadounidense. Los sectores públicos y privados de los países, cortejados por los oficiales de la banca privada internacional, fueron veloces en endeudarse obedeciendo las señales de precio provenientes de New York. El sector privado de nuestros países también demostró gran agilidad para reaccionar cuando las señales se invirtieron en 1981 y 1982 enviando su dinero al exterior ante la baja de la inflación en los Estados Unidos, la revaluación del dólar y sus altas tasas de interés. Los sectores públicos, en cambio, fueron lentos en responder: en lugar de devaluar fuertemente las monedas en términos reales en 1981, demoraron su acción hasta 1982-83,

²⁵ Ver en la ecuación 1 de Argentina, en las 1 y 2 de México y en la 4 de Venezuela el coeficiente de iTB . El elevado valor t otorga un fuerte grado de confiabilidad estadística a este parámetro. Debe enfatizarse sin embargo que este trabajo no hace cuestión ni reclama precisión alguna para los valores de los coeficientes de regresión: el objetivo del mismo es demostrar las "asociaciones" o conexiones entre las variables pues se trata de determinar "causas" y no hacer predicciones del futuro.

dando amplio tiempo al sector privado para sacar su dinero de los países.

En definitiva las regresiones múltiples son útiles para encender la luz roja advirtiendo que el problema de la deuda externa y la salida de capitales tiene también causas que están fuera de nuestros países y que provienen de un insatisfactorio funcionamiento del sistema monetario internacional con tipos de cambio fluctuantes y falta de coordinación macroeconómica entre los países industriales. Esto último, sin embargo, comenzó a corregirse en septiembre de 1985 con la reunión de los Ministros de Finanzas del G5 en Nueva York. Es obvio, sin embargo, que desentrañar la exacta mecánica del proceso de interpretación entre las tasas de interés internacionales y los tipos de cambio de las principales monedas y su efecto sobre la salida de capitales de nuestros países requeriría de un modelo macroeconómico internacional con numerosas ecuaciones simultáneas estimadas, por ejemplo, con el método de los mínimos cuadrados en dos etapas o con adecuadas estructuras de "leads and lags" para cuidar que la simultaneidad no distorsione los coeficientes y por consiguiente la evaluación de la potencia de las "causas". Estos modelos se pueden construir más eficientemente en coordinación con universidades o firmas especializadas como Wharton o DRI, que en los cuarteles del BID, el Banco Mundial o el FMI.

Es igualmente posible que la elevada tasa de interés del período 81-84 levante también el efecto de la política de "puerto seguro" ("safe haven")²⁶ del Presidente Reagan de los Estados Unidos en cuanto a la seguridad del capital. En cambio, algunos países latinoamericanos parecen haber adoptado la política contraria de "mar peligroso".

Excesivo Déficit Fiscal en Nuestros Países

Las ecuaciones de regresión muestran una asociación positiva de la salida de capitales con el déficit fiscal: a mayor

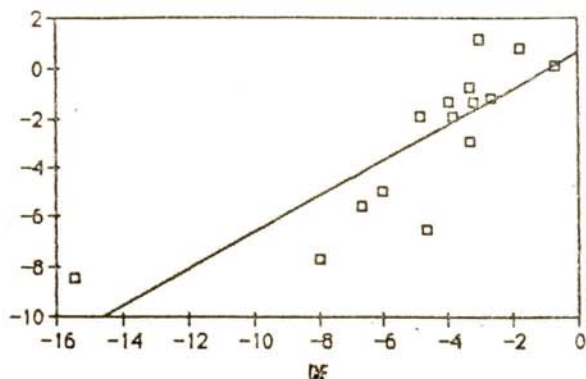
²⁶ Stephen Marris. *Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk*. Institute for International Economics, Washington, DC. 1985, pág. 28.

déficit, mayor salida de capitales. Aunque este es un resultado generalizable a Chile y Perú, en ningún caso sin embargo, la vinculación es más fuerte que en México, como puede apreciarse de la ecuación 5. Según ella cada punto porcentual del déficit fiscal en relación al producto generaría una salida de capitales de 700 millones de dólares. El déficit fiscal suele ser la consecuencia de la imprevisión en el manejo del Estado. Cuanto mayor sea el déficit, los ciudadanos del país mejor perciben por adelantado el riesgo que se avecina y se apresuran a colocar su dinero a buen resguardo en el exterior. El déficit fiscal, es bien sabido, tiende a sobreestimar la economía haciendo que la demanda agregada exceda a la oferta. La igualación de ambas requiere una suba de precios o un incremento de las importaciones. La suba de precios y la eventual devaluación casi siempre altera los precios relativos de los bienes y servicios haciendo más riesgoso el quehacer económico. Si aumentan los riesgos de la actividad económica local, los activos externos se hacen más apetecibles por la mayor seguridad que brindan. Reconocidamente, el déficit fiscal no está entre los argumentos de la demanda de activos externos propuesta inicialmente. Pero tampoco hay contradicción con la filosofía general de este estudio. Por las dos razones ya mencionadas, el déficit fiscal está asociado a la inflación, futuras devaluaciones y a mayores riesgos de invertir el dinero en el país local.

Desde el punto de vista teórico no es difícil justificar esta especificación. Ella podría estar en el modelo de Polak ²⁷ y en general la macroeconomía prekeynesiana de los años 1890 a 1930, caracterizada en el modelo de estabilización de Poincaré en la Francia de 1926-28 o el de Carlos Pellegrini en la Argentina de 1890. Básicamente estos modelos antiguos recomien-

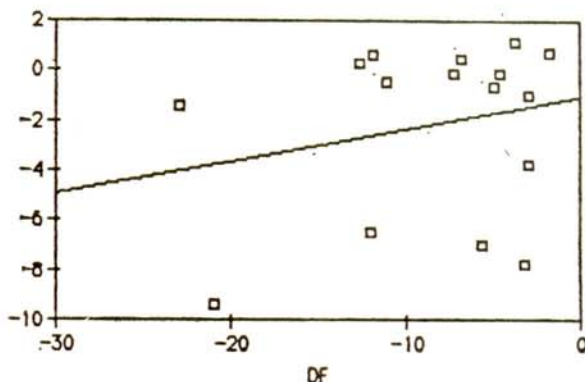
²⁷ J. J. Polak "Monetary Analysis of Income Formation and Payment Problems", IMF Staff Papers, vol. 6 number 1957, cabe destacar que el modelo de Polak no es aplicable a los Estados Unidos y otros países donde el gobierno tiene prohibido tomar dinero del Banco Central. Bajo esta hipótesis, el déficit fiscal financiado mediante bonos colocados en el mercado de capitales incrementa la tasa de interés del país, se atraen capitales internacionales y se sobrevalúa la moneda, tal como ocurrió en los Estados Unidos en 1981-84. Esto es lo opuesto de lo que ocurre en países en desarrollo en los cuales el gobierno toma dinero prestado *directamente* del Banco Central. Dentro de esta configuración institucional, el déficit fiscal es centrífugo y no centrípeto con respecto al capital financiero internacional.

Salida de
Capitales
(Billones
de US\$)



MEXICO

Salida de
Capitales
(Billones
de US\$)



ARGENTINA

dan la sanidad fiscal y la devaluación real como remedio a los males macroeconómicos. No se entrará en una discusión detallada de ellos pues es conocida y además existen descripciones formales de los mismos.²⁸ En países en desarrollo sin mercados de capitales adecuados, el déficit fiscal se financia a través de la creación de moneda, la cual genera inflación la que a su vez determina sobrevaloración cambiaria y desequilibrio externo. Luego las expectativas de devaluación crecen y el pú-

²⁸ Rudiger Dornbusch "Stabilization Policies in Developing Countries: What we have learned". *World Development* Summer 1982.

blico busca refugiarse en moneda extranjera. Cabe observar que el modelo de Polak citado, de frecuente uso en el FMI, consta de dos simples ecuaciones. Una de ellas representa el balance contable del Banco Central, donde el activo debe igualar al pasivo, esto es las reservas internacionales más el crédito interno (activo) deben igualar a la base monetaria (pasivo) ($RI + CRI = Mo$). Sobre esta premisa el Fondo Monetario tradicionalmente ha recomendado a los países controlar el crédito interno y no la cantidad de moneda, por ser esta una variable endógena en un sistema de tipos de cambios fijos. Esto es consistente con los objetivos de esa institución que radican principalmente en el equilibrio externo y el mejoramiento de la balanza de pagos. Este mejoramiento se manifiesta en un incremento de las reservas internacionales, lo cual implica un incremento de la base monetaria. Si se insiste en controlar la cantidad de moneda, como lo hace el monetarismo a la Friedman,²⁹ de moda en muchos de nuestros países, acompañado de laxitud fiscal y aumento del crédito al gobierno, es obvio que las reservas internacionales deben disminuir por razones de consistencia algebraica ($RI = Mo - CRI$). El capital financiero local se anticipa a la segura inflación y al desequilibrio externo, subproducto de la inconsistencia gubernamental buscando refugio en el exterior, lo cual provoca una caída anticipada de reservas del Banco Central induciendo el cumplimiento de la identidad contable citada.

La Alta Tasa de Inflación Local

La elevada tasa de inflación actúa como un elemento impulsor de la salida de capitales. Ello surge claramente de las ecuaciones de regresión 4 de México, 2 de Venezuela y de

²⁹ En defensa del monetarismo a la Friedman debe decirse que éste aboga por el control monetario pero acompañado de tipos de cambio libremente fluctuantes. Por diversas razones estos últimos no son consistentes con las necesidades del desarrollo de nuestros países. Incluso la política monetaria y cambiaria de los Estados Unidos, después de septiembre de 1985 constituye un reconocimiento de lo peligroso que puede ser ese sistema para los propios países desarrollados y el sistema monetario internacional. Sobre este punto ver Stephen Marris, *Deficits and the Dollar. The World Economy at Risk*. op. cit.

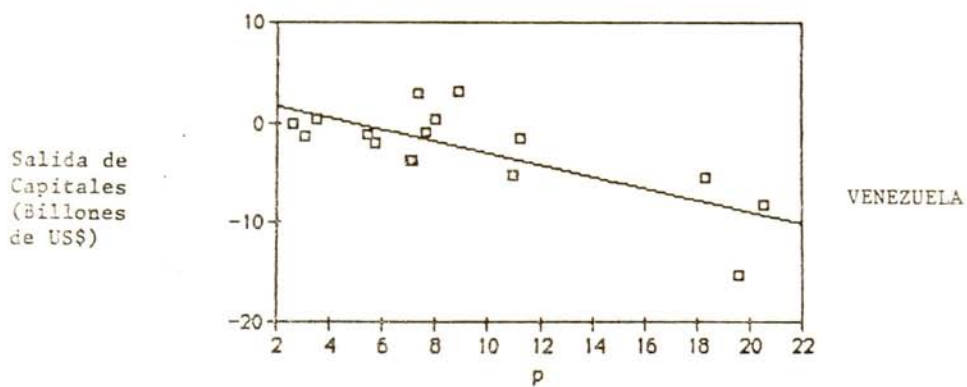
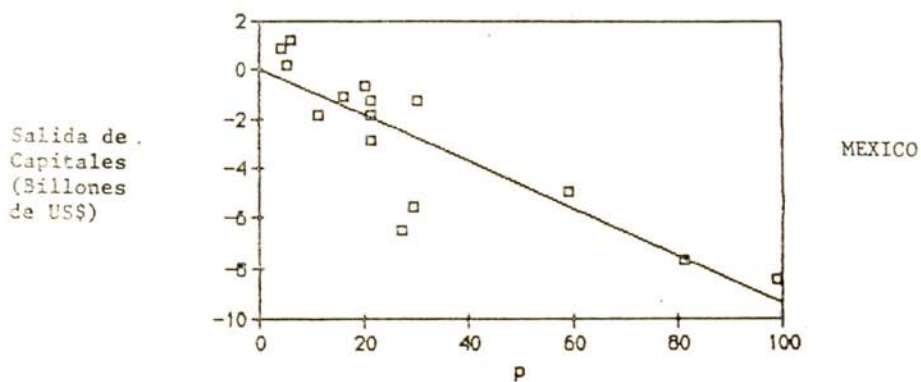
otras, principalmente en el caso de Brasil. Este resultado es esperable desde que la tasa de inflación es un argumento tradicional en la función de demanda de dinero. Cuando aumenta la inflación, el público huye del dinero. La demanda de dinero de mala calidad se reduce. Por consiguiente la inflación debe ser también un argumento explicativo de la demanda de activos externos. Esta debe aumentar cuando aumenta la tasa de inflación. En nuestras ecuaciones se valida empíricamente esta configuración teórica de signos.³⁰

Es bien sabido, y uniformemente comprobado, que la inflación está inexorablemente unida a mayores variaciones en los precios relativos y por lo tanto toda la actividad económica se torna más riesgosa con ella. Al borrarse de la memoria de los consumidores y productores los precios de los productos, los mercados pierden transparencia, no asignan bien los recursos de acuerdo a las reglas de la competencia, a la ley del precio único y a la optimalidad de Pareto. Todo ello es obvio y no merece mayor discusión por ser verdades relativamente pacíficas de la economía política. En particular cabe destacar que la inflación normalmente tiende a sobrevaluar los tipos de cambio y por lo tanto reduce la rentabilidad de la economía global y por esta vía indirecta, se generan salidas de capitales.

En el caso de México, la inflación en conjunción con el impuesto a la renta crea motivos atractivos para que sus ciudadanos envíen su capital al exterior: como el interés se deduce como "gasto" a los efectos del pago de este impuesto, y el interés es elevado en términos nominales en pesos por incluir dentro de sí a la tasa esperada de inflación, la deducción es substancial (en realidad se deduce también dos veces la amortización del capital), haciendo conveniente tomar préstamos aunque no se necesite dicho dinero. Esto se transfiere a depósitos en bancos del exterior donde se obtiene un interés en dólares elevado. Con la garantía de esos depósitos se pueden contraer nuevos préstamos en el exterior que se registran en el Banco de México para obtener seguros de cambio subsidiados contra las devaluaciones. Como resultado de este meca-

³⁰ Debido al signo (—) de la salida de capitales, el signo de P también debe ser (—).

GRAFICO 28
 SALIDA DE CAPITALES E INFLACION
 MEXICO Y VENEZUELA



nismo operativo se evade el impuesto a la renta local por la vía de la deducción de intereses y se mantiene el capital asegurado en el exterior ganando buena renta y al mismo tiempo sirviendo de garantía para préstamos externos muy provechosos debido al seguro de cambio subsidiado.

Nuevamente, los ejemplos de Brasil y Chile que han sabido atemperar los efectos centrífugos de la inflación con respecto al capital mediante una indexación del tipo de cambio son pertinentes. Más aún, la observación de los tipos de cambio reales de estos dos países indica que estos han seguido una política sigilosa de devaluación real durante el período 1970-1985, es decir que el tipo de cambio se ha adelantado a la inflación haciendo más costosa e inconveniente la salida de capitales y aumentando la tasa de rentabilidad de la economía local (ver al respecto el gráfico 25).

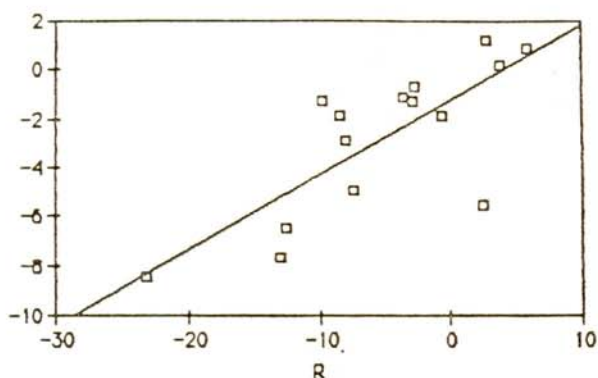
La Tasa de Interés Real Local

La evidencia empírica acerca del impacto de elevadas tasas de interés reales como medio para frenar la salida de capitales en países de alta inflación es ambigua. En la Argentina las ecuaciones 5 y 6 apuntan en el sentido negativo: el signo de la tasa de interés real indica que si sube la tasa de interés, el capital sale, si baja dicha tasa el capital entra. Resultados preliminares parecidos se observan en Brasil con una tasa de interés real calculada sobre la base del ORTN.

En el caso de México y Venezuela, en cambio, el efecto de la tasa de interés real es el correcto. El signo positivo de R en las ecuaciones 1-2 de México y 1-3 de Venezuela, indica que cuando sube la tasa de interés real, el capital entra o se queda en el país. Con tasas de interés reales deprimidas, el capital busca mejores retornos en el extranjero. Este resultado mexicano y venezolano parece más tarde con el sentido común.

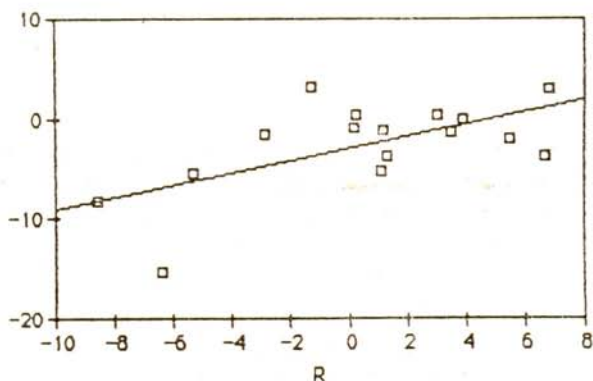
La evidencia empírica de Argentina y en menor grado en Brasil, sin embargo, requiere un justificativo teórico: elevadas tasas de interés suelen ser la contrapartida de riesgos cambiarios también elevados. Ello se puede verificar analizando la conocida fórmula de la paridad de interés cubierta expli-

Salida de
Capitales
(billones
de US\$)



MEXICO

Salida de
Capitales
(billones
de US\$)



VENEZUELA

cada en cualquier libro de texto de economía internacional:

$$\frac{E_2}{E_1}(1 + i^*) = 1 + i$$

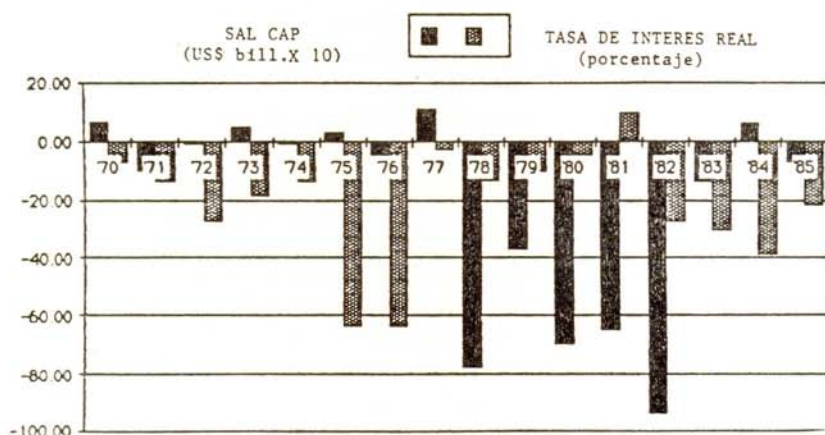
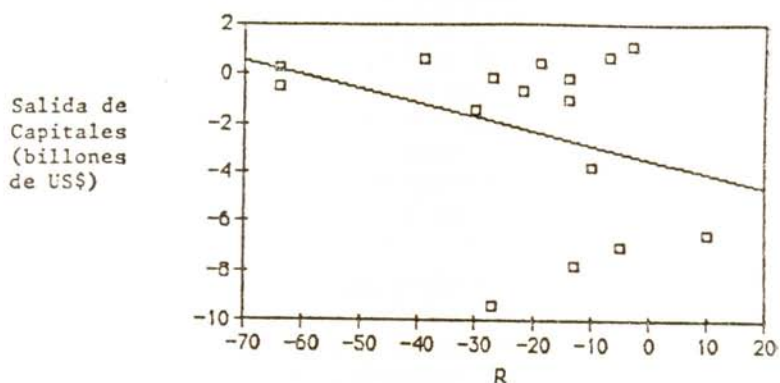
donde E_1 , es el tipo de cambio presente, E_2 es el tipo de cambio esperado futuro, i^* es la tasa de interés internacional e i es la tasa de interés local. Es evidente que cuando más sobrevaluado está el tipo de cambio E_1 , mayor será la expectativa de devaluación E_2 y mayor tendrá que ser la tasa de interés local para compensar los riesgos de dicha devaluación. Por

consiguiente, las ecuaciones de Argentina y Brasil no son en realidad contrarias a la teoría económica, ni al sentido común. En el gráfico 30 se puede observar la asociación negativa entre tasas de interés reales más elevadas y salidas de capitales. En el gráfico 31 se muestra la clara asociación positiva que existe entre la tasa de interés real y la sobrevaluación cambiaria en la Argentina. También se muestra allí que, paradójicamente, a mayor interés ganado por los especuladores que partiendo de dólares compran pesos colocándolos a interés en el mercado local y al final del período vuelven a dólares, mayor es la salida de capitales (ver en la ecuación 3 de Argentina, el signo negativo de INT.D.P.D.).

Si además consideramos dos factores adicionales, la pertinencia de nuestros resultados econométricos paradójicos resulta reforzada: a) como la demanda de dinero M_1 está negativamente vinculada con la tasa de interés,³¹ al subir esta última, disminuye la demanda de dinero del público y, esa disminución de saldos de caja o cuentas corrientes bancarias puede colocarse en depósitos locales a plazo y beneficiarse con el mayor interés, o *alternativamente* también puede buscar activos financieros externos para escapar al riesgo de devaluación normalmente está asociado con las altas tasas de interés. En Venezuela, país con relativa estabilidad monetaria y donde los precios del petróleo por años proporcionaron abundancia de divisas, el riesgo de devaluación fue mínimo. De ahí la asociación positiva entre altas tasas de interés y disminución de la salida de capitales. En Argentina y Brasil, países históricamente constreñidos en su desarrollo por la escasez de divisas y crónica inflación, el riesgo de devaluación induce a los titulares de saldos de caja o cuentas corrientes a enviar su dinero

³¹ William Baumol, "The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach", Q. J. E. Noviembre de 1952. Stephen M. Gofeld "The Demand for Money Revisited". *Brookings Paper on Economic Activity*, Washington, D.C. — The Brookings Institution 1973. La tesis contraria a la de estos autores y a la teoría económica tradicional es sostenida por Ricardo Arriazu en un trabajo titulado "Política Monetaria y Tasas de Interés en el contexto de una economía en transición hacia una mayor apertura", incluido en el libro *Política de tasas de interés, inflación y desarrollo en América Latina*. Banco Interamericano de Desarrollo 1982. La teoría de Arriazu sirvió de base a la política económica del período 1977-80 y su validez puede ser evaluada según los resultados de esta política.

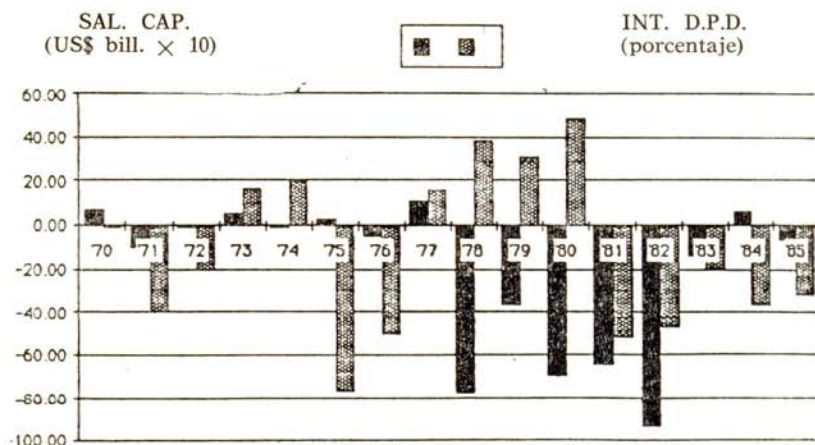
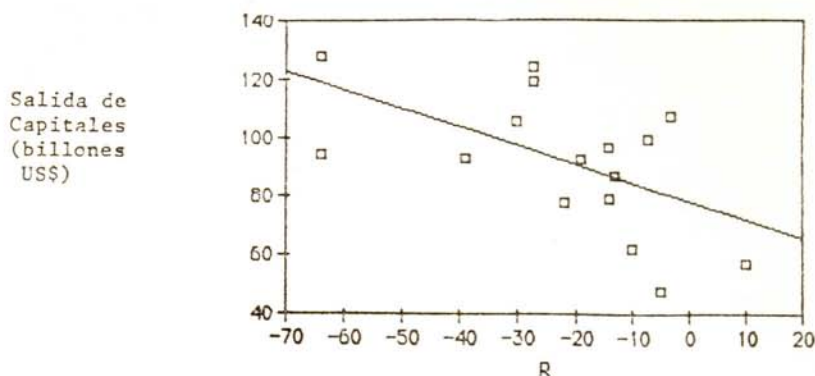
GRAFICO 30
TASAS DE INTERES Y SALIDA DE CAPITALES
ARGENTINA



al exterior o a comprar dólares billete³² no obstante la elevación en la tasa local de interés; b) otro argumento económico que da racionalidad al signo negativo de la tasa de interés en la Argentina y Brasil es obvio: altas tasas de interés deprimen la inversión privada y la actividad económica. Ellas

³² C. L. Ramírez-Rojas "Currency Substitution in Argentina, México, and Uruguay". *IMF Staff Papers*, Vol. 32, N° 4, December 1985.

GRAFICO 31
TASAS DE INTERES REAL Y TIPO DE CAMBIO REAL
INT. D.P.D. Y SALIDA DE CAPITALES
ARGENTINA



generan recesión y por esta vía disminuyen el retorno en los activos reales y por lo tanto estimulan la salida de capitales, como se discutió anteriormente.

La evidencia empírica arroja dudas sobre el asesoramiento que a veces se brinda a nuestros países para que apliquen tasas de interés real elevadas como remedio macroeconómico para impulsar el desarrollo del sector financiero y terminar con la "represión financiera", en la creencia de que altas tasas de

interés estimulan la inversión real,³³ la entrada de capitales y el desarrollo. El asesoramiento que sugieren nuestras regresiones es eliminar la inflación, el déficit fiscal, no sobrevalorar la moneda, y sobre todo, adoptar una firme, viable y consistente estrategia de desarrollo. Esta a su vez puede fundarse en la exportación de manufacturas, la cual requiere un tipo real muy devaluado para que los industriales locales puedan competir internacionalmente. La devaluación real es difícil de implementar en América Latina dado que la oferta abundante de exportaciones de materias primas tradicionales de demanda mundial inelástica crea una tendencia inmanente a la sobrevaluación cambiaria³⁴ la cual, si no es atacada con determinación, tiende a sumir a los países en una estructura de crecimiento rítmica de pare y siga.

¿Vuelve el Capital Salido?

Aunque la salida de capitales implique un comportamiento racional por parte de los capitalistas locales individualmente considerados, cabe preguntarse en qué medida este comportamiento daña el proceso de desarrollo. Las ecuaciones N° 7 y 8 de México y N° 5 y 6 de Venezuela confirman una fuerte asociación negativa entre la inversión bruta interna y la salida de capitales en el período corriente. Siendo la inversión el motor del desarrollo, el daño existe pero con ciertas limitaciones. Por lo pronto el capital que sale para volver bajo la forma del crédito externo para la inversión local (teoría de Khan y Ul Haque), no pareciera tan dañino.

Pero los activos financieros salidos del país para refugiarse en el exterior por un plazo más largo plantean una situación distinta: si ellos hubieran sido utilizados inmediatamente para materializar inversiones reales, es probable que la

³³ Ronald I. McKinnon *Money Capital and Economic Development*. The Brookings Institution, 1973 donde en la página 61 se postula una función de inversión con derivada parcial positiva con respecto a la tasa de interés real, dentro de cierto rango.

³⁴ Ver Conesa, Eduardo, *The Argentine Economy. Policy Reform for Development*, Manuscript. Center for International Affairs, Harvard University, 1985.

tasa de retorno para el país hubiera sido mucho mayor. Ese capital hubiera creado empleos y generado producción que habría redundado en un mayor consumo e inversión y por ende, en un mayor crecimiento futuro del país. Además, la tasa de retorno para el capitalista individual probablemente también hubiese sido mayor, a menos que los riesgos de expropiación o caos se hubiesen materializado. El supuesto implícito en estas consideraciones ha sido que el capital ha salido no obstante la buena política de desarrollo de los gobiernos y las correctas señales de precios emitidas por el sistema económico. En estas condiciones, la fuga de capitales daña el proceso de desarrollo.

Sin embargo, si el país no crece por la ineptitud de las políticas gubernamentales y por erróneas o inestables señales de precios emitidas por el sistema económico, por el bajo retorno a la inversión y por las tensiones sociales generadas por el estancamiento, es evidente que la salida de capitales y su pronóstico implícito negativo para el futuro del país es racional y adecuado ante las circunstancias, aunque podría actuar como una profecía que se ayuda a sí misma a cumplir. Un punto es indiscutiblemente cierto, sin embargo: si hay garantías a la propiedad con reglas de juego claras y estables, así como una política de desarrollo consistente y racional por parte de los gobiernos, no tiene sentido para los capitalistas dejar gran parte de su dinero en el exterior generando un bajo interés cuando podrían tener con casi igual tranquilidad, un retorno mucho mayor en América Latina. A la larga habrá una tendencia por parte de los dueños del capital a invertir en el país local, si las condiciones de seguridad y rentabilidad devienen más normales.

Para ello se requiere remover las causas de la salida y así posibilitar la vuelta. El "stock" de capital fugado todavía pertenece a residentes del país, los cuales por vivir allí tienen un natural interés en el desarrollo de sus negocios locales. Cabría aclarar sin embargo, que una parte de lo que denominamos salida de capitales en este estudio podría pertenecer a multinacionales. Este capital también persigue beneficios y seguridad. En consecuencia gran parte del capital sale para volver, incluso por la vía de la deuda externa como se mencionó antes para México y Venezuela.

En el caso de la Argentina aún bajo condiciones imperantes de inseguridad el capital vuelve, pero no para dedicarse a la inversión, sino al consumo. La ecuación 8 de Argentina apunta en esa dirección.³⁵ Esta ecuación sugiere que el 26 por ciento del capital salido vuelve en el mismo período para dedicarse al consumo, 16 por ciento (0.26×0.62) en el período siguiente, 10 por ciento (0.26×0.62^2) en el segundo período subsiguiente, 6 por ciento (0.26×0.62^3) en el tercero y así sucesivamente. Debe reconocerse sin embargo que la confiabilidad de esta inferencia estadística es pobre.³⁶

Es interesante notar que el capital acusa una cierta tendencia a reinvertirse o a consumirse en nuestro países *no obstante* la falta de crecimiento, la inflación, la persistencia de los déficit fiscales y en general la cuestionable política económica.³⁷ No cabe duda de que ante una bien pensada estrategia de desarrollo como la de México en los años 50-70 ó la de Argentina en los años 1890-1930, el capital volvería rápidamente. A esto apuntan todas las ecuaciones de regresión. Por ejemplo, las ecuaciones 2 de Argentina, 3 de México y 4 de Venezuela muestran que si el producto crece, el capital vuelve. Sustrayendo el efecto centrífugo del crédito externo y otras causas como la sobrevaluación cambiaria, las altas tasas de

³⁵ El uso de la salida de capitales como variable independiente crea problemas por los errores de medición implícitos en ella. Como bien dice Peter Kennedy *A Guide to Econometrics*. op. cit., "En el caso de una sola variable explicativa, los errores de medición en esta variable conducen a una correlación negativa entre el término error y el regresor medido incorrectamente, causando que el coeficiente de regresión estimado por mínimos cuadrados ordinarios esté desviado hacia abajo. Cuando hay más de una variable dependiente la dirección del desvío es más difícil de determinar", p. 120. Para una explicación de la "Koyck lag", usada en esta ecuación de regresión, cualquier libro de texto de econometría es útil, por ejemplo, Wonnacott y Wonnacott, *Econometrics* Wiley, New York, 1969, p. 145.

³⁶ En la ecuación 8 de Argentina el valor t de la variable independiente FC igual a -1.08 , indica que hay una probabilidad en 6 de que la relación que aquí postulamos tuviera signo contrario y sin embargo obtenemos un valor t igual o mayor en valor absoluto. Se reconoce que este valor t es insuficiente, pero aceptar la hipótesis opuesta de que el capital que sale no vuelve, parece una alternativa más infundada.

³⁷ Usando variables "dummy", Cuddington, op. cit., llega a la misma conclusión: el capital sale para volver. Incluso tendría más tendencia más fuerte para volver que para salir.

interés en los Estados Unidos, la inflación y el déficit fiscal incluidas en la variable IDR y en las constantes, con una tasa de crecimiento del 6 % Argentina atraería 1.5 billones de dólares del capital salido por año y similares cifras surgen del gráfico 32 para México y Venezuela. Las demás ecuaciones de regresión apuntan en la misma dirección: removidas las causas de la salida, el capital vuelve. Puede argüirse que por razones de diversificación de cartera, una parte del capital que salió siempre quedará afuera. Ello es correcto. Pero debe tenerse en cuenta que capitalistas extranjeros también querrán diversificar su cartera e invertir en Latinoamérica si nuestras economías devienen menos riesgosas y más rentables, con lo cual se compensaría con creces el remanente de la fuga del capital local que no vuelve por razones de diversificación de cartera.

Estos resultados implican que los modelos de requerimientos de capital que se usan en el Banco Mundial y en el BID, deben reestimarse. Debiera incluirse como crédito en la cuenta corriente de la balanza de pagos el interés del capital salido y además cabría considerar la hipótesis de una vuelta gradual del capital salido propiamente dicho. La hipótesis de "neutralidad" usada en el IPES 1985 del BID³⁸ y en otras proyecciones del Banco Mundial y el FMI, es decir que "el capital que sale no vuelve más", no sería válida. Parecería que en los años 80 la falta de capital no constituye, como antaño, la verdadera limitación externa al crecimiento. El capital, sea local o extranjero va allí donde hay una buena combinación de crecimiento económico con seguridad, simplemente porque allí obtiene un alto retorno. Las verdaderas "constraints" están pues en las "políticas" de los países, o si se quiere en su proceso de selección de líderes (líderes competentes generan buenas políticas), en el sistema educativo, y en la tecnología ("know how"), la que también se atrae con políticas adecuadas.

Incidentalmente, conviene tener presente que en el IPES del BID, y en los informes del Banco Mundial y del Fondo Monetario se concluye que con buenas políticas de crecimiento,

³⁸ Banco Interamericano de Desarrollo, *IPES 1985*. Banco Mundial, *Prospects for Resumed Growth in Latin America*, 1984. Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, 1985.

América Latina puede pagar su deuda.³⁹ El problema es entonces el diseño de esas "buenas" políticas. Ellas no deben empeorar más aún la distribución del ingreso pues de lo contrario no serían "buenas" ni factibles. Tampoco deben agobiar a los capitales reduciendo su rentabilidad, pues entonces el capital salido no vuelve y el que todavía está adentro querrá salir.

En el caso de América Latina las "buenas" políticas están constreñidas pues a no empeorar la distribución del ingreso, ni a disminuir los genuinos beneficios empresarios, pues estos últimos son motores del crecimiento y la inversión. En consecuencia, sólo cabe diseñar políticas económicas que asignen mejor los recursos y disminuyan drásticamente las "rentas" generadas por el intervencionismo estatal y el estado patrimonial. Para ello se impone racionalizar el sistema económico de nuestros países, disminuir el proteccionismo y acelerar el crecimiento de los países industriales para que nuestros países puedan así pagar la deuda conl mayor productividad y exportaciones.

Aumentando la Rentabilidad de la Economía y Reduciendo Riesgos

El mensaje central de este estudio consiste en aumentar la tasa de retorno de los activos reales locales y simultáneamente disminuir los riesgos de invertir en esos activos. Para aumentar la tasa de retorno en los activos locales, la variable clave es el crecimiento del ingreso o el producto interno bruto.

³⁹ Conviene recordar también que en 1919, en su famoso libro *The Economic Consequences of the Peace*, John Maynard Keynes sostenía que Alemania a duras penas podría pagar el servicio de una deuda por reparaciones de guerra mayor de 100 millones de libras esterlinas por año (= 500 millones de dólares de aquellos tiempos e igual a 2.000 millones de dólares por año actuales). Esta cifra solo representaba el 20 % de las exportaciones de Alemania. Agregaba textualmente: "Teniendo en cuenta los factores políticos, sociales y humanos tanto como los puramente económicos, yo dudo que Alemania pueda pagar esta suma anualmente (los 100 millones de esterlinas) en un período de 30 años; pero no sería tonto afirmar o esperar que ella pueda". John Maynard Keynes, *The Economic Consequences of the Peace*, 1919 Londres, MacMillan, Edición 1984, p. 126.

Es importante tener en cuenta que siempre será posible aumentar artificialmente la tasa de retorno de algunas industrias o sectores específicos concediéndoles privilegios, exenciones, permisos de cambio para importar insumos baratos, etc., pero ello se hace a costa de la reducción de la rentabilidad de otros sectores. A menos que se tenga científicamente la certeza de que el crecimiento de la productividad será mayor en el sector favorecido con privilegios, este método de promover el desarrollo es autoderrotante pues no aumentará la tasa de retorno de la economía en su conjunto. Posiblemente la disminuya. Pero lo que es más importante, es que el método casuístico de las exenciones y privilegios genera incertidumbres acerca de quién será beneficiado y quién perjudicado. Estos riesgos se incrementan ante los cambios de gobierno pues pueden venir funcionarios con distintos "criterios".

Debiera pues existir un método mejor para aumentar la rentabilidad de la economía en su conjunto. Una receta frecuentemente dada a los países latinoamericanos es descansar en las ventajas comparativas. En los sectores donde se poseen ventajas comparativas, el costo de producción es bajo y por lo tanto la tasa de retorno debe ser alta. El problema es que América latina enfrenta elasticidades de demanda mundial muy bajas, tanto en relación al precio como al ingreso para sus materias primas de exportación.⁴⁰ En consecuencia, si crecen mucho las exportaciones de productos básicos bajan sus precios. En estos casos el análisis de costo beneficio debe hacerse tomando como base para el cálculo de beneficio, no el precio internacional de las materias primas sino el *ingreso marginal* de las mismas. Siguiendo este método, la tasa social de retorno en estas actividades es mucho menor que la aparente. Al respecto dice Hollis Chenery:

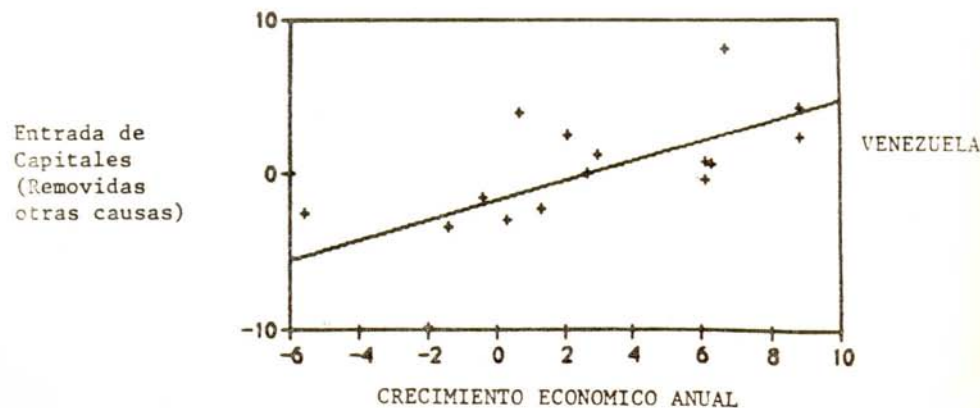
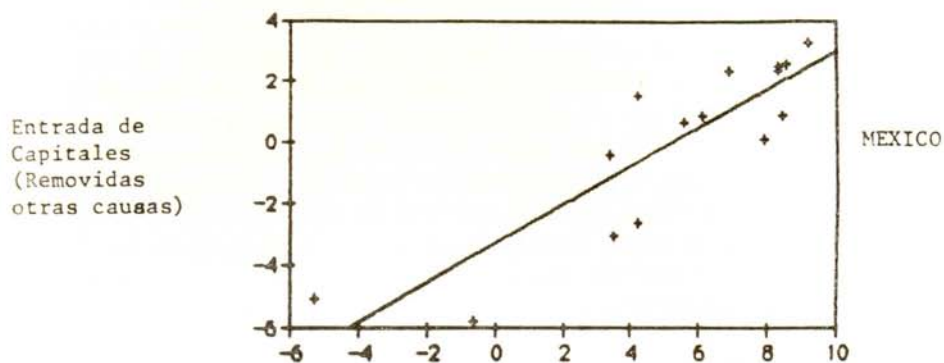
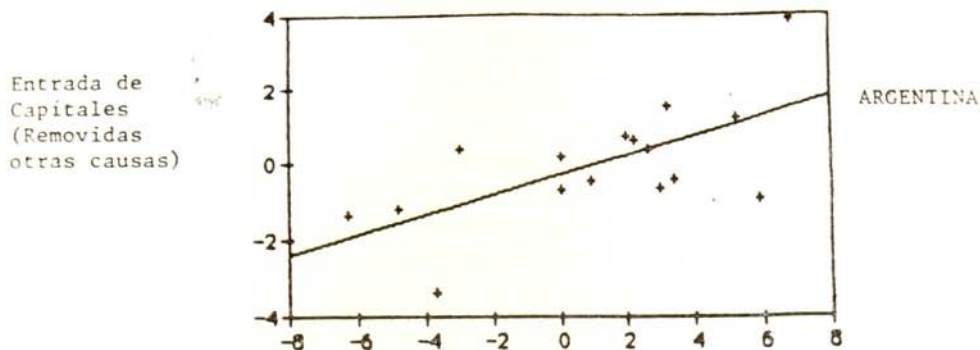
"Cuando la demanda de exportaciones tiene una baja elasticidad se debe utilizar el ingreso marginal en vez del ingreso medio. Como es muy probable que la evaluación del mercado de la bondad de una inversión en ex-

⁴⁰ Institute for Latin American Integration (INTAL). Inter-American Development Bank. *Terms of Trade and Optimum Tariff in Latin America*. Editado por Eduardo Conesa y José Núñez del Arco. Washington, D.C., 1984.

GRAFICO 32

CRECIMIENTO ECONOMICO Y ENTRADA DE CAPITALES
(OTRAS CAUSALES REMOVIDAS)

ARGENTINA, MEXICO Y VENEZUELA



portaciones diferirá de su evaluación social, alguna forma de intervención puede ser recomendable".⁴¹

Demás está recordar que el llamado ingreso marginal como señal de precio se alcanza substrayendo del precio internacional (= ingreso medio), derechos de exportación óptimos iguales a la inversa de la elasticidad precio de la demanda internacional de cada producto básico de exportación. Además los derechos de exportación, por un lado generan un tipo de cambio de equilibrio elevado, el que es necesario para exportar manufacturas y crecer, y por el otro, ayudan a reducir el déficit fiscal y la inflación. En otras palabras, por las tres razones, mayor crecimiento, menor déficit fiscal e inflación, se contribuye a frenar la salida de capitales.

La rentabilidad de la economía debiera aumentarse pues fijando el tipo de cambio a un nivel adecuado para la exportación de manufacturas y aplicando derechos "óptimos" de exportación a las materias primas. Esta es la intervención del Estado más relevante y consistente para la región. Muchas otras que actualmente se aplican en América latina son contraproducentes pues como se dijo antes, generan ineficiencia e incertidumbre, las cuales están asociadas con la fuga de capitales.

Un segundo método de aumentar la rentabilidad de la economía se daría mediante el incremento de la protección a la industria. Para evitar el método casuístico generador de incertidumbres y riesgos mencionado antes, y también para evitar la mala asignación de los recursos proveniente de la distorsión de precios generada a su vez por la protección aduanera desigual y arbitraria de algunos productos industriales en detrimento de otros, podría pensarse en una tarifa uniforme de importaciones, igual para todos los productos. Este enfoque aunque técnicamente más correcto que los métodos actuales de protección, tiene el inconveniente que sobrevalúa la moneda al reducir artificialmente la demanda de importaciones. En consecuencia, se desestimulan las exportaciones y se impide a la industria alcanzar economías de escala y por

⁴¹ Hollis Chenery, "Comparative Advantage and Development Policy". Reproducido en *Structural Change and Development Policy*. A World Bank Research Publication, Washington, D.C., Oxford University Press 1979, p. 279.

lo tanto, a la larga se reduce el crecimiento de la productividad, se elevan los costos y se baja la rentabilidad. Por ello el mejor método de aumentar la rentabilidad de la economía es el sugerido al comienzo: tipo de cambio real muy devaluado para exportación de manufacturas con derechos de exportación a los productos básicos de demanda internacional inelástica y mantener ese tipo de cambio real a toda costa para reducir los riesgos empresarios. Brasil, Chile, Colombia y Perú están procediendo más o menos en esta línea (ver en el Gráfico 25 los casos de Brasil y Chile).

La fuerte demanda de exportaciones no tradicionales que se genera por este método enciende el motor del desarrollo de la economía. Para evitar su recalentamiento debe abrirse la canilla del agua fría dada por la oferta de importaciones, reduciendo y uniformando la protección aduanera de producto a producto y eliminando exenciones y discrecionalismos de las autoridades puesto que éstos generan incertidumbre, riesgos y quitan transparencia al sistema de precios para la correcta asignación de los recursos. Con un tipo de cambio real subvaluado, el control de cambios deviene menos necesario. Tanto menos necesario cuando de lo que se trata es de inducir el regreso de los capitales. Toda medida que produzca riesgos o temor de quedar atrapado en el país, es contraria a la finalidad perseguida. Por lo demás el control de cambios suele ser una forma de implementar la sobrevaluación cambiaria, política que este estudio sugiere evitar.

Conviene enfatizar que cuando este estudio aconseja aumentar la rentabilidad de la economía, *no quiere decir aumentar los beneficios empresarios a costa de los ingresos del trabajo, sino a costa de las "rentas" enormes que generan los permisos de importación y de cambio, los decretos de promoción industrial, las altas y desiguales tarifas aduaneras, las garantías y seguros de cambio del Banco Central y otras políticas "selectivas" que hoy agobian a muchas economías latinoamericanas.* Seguramente se contraargumentará diciendo que países de desempeño extraordinario como Japón, Korea y Taiwan tienen también un Estado intervencionista. Ello es correcto. Pero estos países, en los decenios de los años 60 y 70 hasta 1985, han tenido el tipo de cambio muy subvaluado y además tienen un sistema extraordinariamente "meritocrático" y previsible de ingreso y ascenso en la función pública.

Intervención con funcionarios competentes y permanentes es una cosa. Otra muy distinta es la intervención del Estado aplicada por funcionarios cambiantes seleccionados por grupos de presión o mero favor político. Nuestros países deberían romper este círculo vicioso: el excesivo intervencionismo aplicado por un Estado incompetente genera enormes rentas para algunos individuos o grupos favorecidos. Luego tiende a ser verdad aquello de que “la propiedad es un robo”, con lo cual se crea un sentimiento de injusticia en el ciudadano común y se lo empuja a soluciones extremistas que, por supuesto, no conducen al desarrollo. Nuestros países, se convierten así en campos de batalla de las grandes potencias y se generan más salidas de capitales todavía.

Con un sistema económico que brinde igualdad de oportunidades, elimine las rentas no merecidas, santifique la propiedad proveniente del trabajo y de la inteligencia bajo reglas sencillas igualitarias, claras, uniformes, transparentes y estables, se estimularía la vuelta de capitales, el desarrollo económico y se podría convertir el anterior círculo vicioso en uno virtuoso.

El *déficit fiscal* es acusado por las regresiones como uno de los culpables de la salida de capitales por la vía de los préstamos directos del Banco Central al Gobierno y la ecuación de Polak referida antes. Cabe destacar la importancia de la percepción del público, más que el déficit fiscal en sí. Si el público asocia déficit fiscal con riesgos, es necesario evitar el déficit fiscal. Para inducir al público a invertir en actividades reales productivas debe asegurarse al inversor que no habrá déficit fiscales en el futuro. Esto podría lograrse si se sancionaran nuevas leyes de la Banca Central prohibiendo terminantemente al gobierno tomar dinero prestado del organismo rector de la moneda. Antiguamente, hacia comienzos del siglo, cuando el Estado no tenía dinero, simplemente no podía pagar los sueldos de sus empleados ni a sus proveedores. Esto producía tal impopularidad que las autoridades se preocupaban muy bien de tener seguros ingresos fiscales, coleccionar puntualmente los impuestos y contar con eficientes administraciones fiscales. Debe enfatizarse la necesidad de la *credibilidad* de las políticas. Una forma de lograrla sería que los gobiernos de nuestros países cierren sus cuentas bancarias en los Bancos Centrales y que en las leyes orgánicas de

estas instituciones se establezca, bajo severas penalidades, la prohibición del gobierno de tomar prestado de las mismas. Para reforzar la credibilidad más aún, el sector privado económico, es decir empresas y las organizaciones de trabajadores deberían elegir a las autoridades del Banco Central con independencia del gobierno. Así las nuevas políticas tendrán credibilidad, generarían confianza y se podría terminar con el riesgo, real o imaginario, que inspiran algunas políticas vigentes en América latina al respectivo sector privado inversor.

Conectado a lo interior, otra forma de disminuir los riesgos de invertir localmente es *disminuyendo la inflación*. La inflación en la mayoría de nuestros países comenzó con déficit fiscales financiados con emisión monetaria del Banco Central. El exceso de demanda agregada generado se abastece en parte con el aumento de la oferta de importaciones, pero inmediatamente emerge la crisis de balanza de pagos. Otra parte del exceso de demanda se frena por los mayores precios. De ahí la necesidad de devaluar la moneda; la devaluación en un contorno de alta protección a la industria realimenta la inflación ya en marcha debido a que los empresarios acceden a las mayores demandas salariales requeridas para compensar por la creciente suba de precios provocada por el déficit fiscal. Los empresarios no resisten las demandas salariales puesto que pueden trasladar los mayores costos a los precios dada la protección infinita que brindan las elevadísimas tarifas aduaneras y el control de cambios. Cuarenta o más años de *inflación estructural* en América latina pueden explicarse de este modo. Los bancos centrales casi siempre actúan pasivamente aumentando la cantidad de moneda para mantener la actividad económica con un nivel creciente de precios, convalidando "expost" la llamada "inflación estructural". Este análisis ratifica pues la conclusión del párrafo anterior: una forma de romper con los mecanismos generadores de incertidumbre y fuga de capitales, se verificaría si la principal función legal de la autoridad monetaria fuera comprar y vender divisas con la finalidad de mantener la devaluación inicial, y los préstamos a los gobiernos le estuvieran prohibidos.

Resumen y conclusiones

El mensaje central de este estudio consiste en aumentar la tasa de retorno de los activos reales locales y simultáneamente disminuir los riesgos de invertir en esos activos. Para aumentar la tasa de retorno en los activos locales, la variable clave es el crecimiento del ingreso o el producto interno bruto. Es importante tener en cuenta que siempre será posible aumentar artificialmente la tasa de retorno de algunas industrias o sectores específicos concediéndoles privilegios, exenciones, permisos de cambio para importar insumos baratos, etc., pero ello se hace a costa de la reducción de la rentabilidad de otros sectores. A menos que se tenga científicamente la certeza de que el crecimiento de la productividad será mayor en el sector favorecido con privilegios, este método de promover el desarrollo es autoderrotante pues no aumentará la tasa de retorno de la economía en su conjunto. Posiblemente la disminuya. Pero lo que es más importante, es que el método casuístico de las exenciones y privilegios genera incertidumbres acerca de quién será beneficiado y quién perjudicado y así traba al sistema económico. Estos riesgos se incrementan ante los cambios de gobierno pues pueden venir funcionarios con distintos "criterios".

Para Brasil, Chile, Colombia y Perú, la salida de capitales durante el período 1970-1985, no ha sido importante. En el caso de Argentina, México y Venezuela, en cambio, la salida de capitales ha asumido caracteres patológicos. Incluso el problema de la deuda externa que agobia a estos tres países no está bien planteado. No se trata de deuda externa, es un problema de salida de capitales alimentado a su vez por la falta de confianza en el sistema económico de los países respectivos por parte de sus propios ciudadanos. En efecto, la deuda externa neta de estos tres países es, como surge del Cuadro 3, de solamente 24, 54 y 2 billones de dólares respectivamente.

Además, Venezuela apenas es un país deudor neto. Buena parte de la salida de capitales de este país puede justificarse en términos estrictos de racionalidad económica por falta de capacidad de absorción de la economía. Sin embargo, una parte substancial de la salida pudo haberse evitado con una tasa perfectamente viable de crecimiento económico del 5 o 6

CUADRO 3
DEUDA EXTERNA NETA 1985
(billones de dólares)

	Deuda Externa	Salida de Capitales (-)	Deuda Externa Neta
Argentina	51	27	24
México	99	45	54
Venezuela	34	32	2

por ciento anual, en lugar del relativo estancamiento registrado.

Las "causas" que emergen como determinantes de la salida de capitales son: primero, la falta de crecimiento económico; segundo, la sobrevaloración cambiaria unida a la excesiva oferta de crédito externo; tercero, la alta tasa de interés en los Estados Unidos; cuarto, la inflación en nuestros países; quinto, el déficit fiscal, y sexto, las políticas de tasas de interés locales.

La hipótesis de "neutralidad" respecto de la vuelta de capitales, es decir que "el capital salido no vuelve más" carece de fundamento. Más sensible sería la hipótesis de que más o menos, la mitad del capital fugado vuelve gradualmente. Además debería acreditarse en la cuenta corriente de la balanza de pagos por lo menos la mitad del interés en dólares generado por el capital salido. Ello, según a la tasa de interés empleada implicaría un crédito de alrededor de 1 billón de dólares anuales para Argentina y Venezuela, y cerca de 2 para México.

En el caso de estos tres países la econometría apunta claramente a "una propensión marginal a salir" del crédito externo del 75 por ciento en Argentina, 20 por ciento en México y 58 por ciento en Venezuela. En estos tres países por ahora, la verdadera "constraint" para el desarrollo está en las "políticas", no en la falta de capital externo.

El regreso del capital salido plantea un serio problema de política monetaria y cambiaria. Si los países intentan perseguir "metas" monetarias a lo Friedman, la entrada y monetización del capital salido crearía una inconsistencia de

imposible resolución pues provocaría sobrevaluación cambiaria, estancamiento de la producción y nuevas fuerzas en favor de la fuga. La única manera de instrumentar el regreso sería endogenizando la creación de dinero, fijando el tipo de cambio real bien devaluado a niveles consistentes con la exportación de manufacturas, y contratacar cualquier presión inflacionaria por medio de una política fiscal de déficit cero unida a una rebaja de las tarifas aduaneras y eliminación del control de cambios. La experiencia histórica internacional con planes de estabilización de este tipo indica que en estos casos, la demanda de dinero local del público aumenta de tal manera, que el regreso de los capitales se hace posible sin inflación.

Todo lo anterior sugiere que los organismos internacionales de crédito tienen una excelente oportunidad para concentrar sus esfuerzos en la asistencia técnica para ayudar al rediseño del sistema económico de estos tres países.

Asimismo, este estudio plantea cuestiones sobre el "policy lending", es decir los préstamos sujetos a condiciones de cambio de políticas macroeconómicas. En efecto, si el "policy lending" se efectúa antes de que los países implementen una firme estrategia de desarrollo, coloquen el tipo de cambio a un nivel adecuado para la exportación de manufacturas, racionalicen el sistema de incentivos, reduzcan el déficit fiscal y la inflación, dicho "policy lending" serviría para favorecer la fuga de capitales. Si dichos préstamos se efectúan "pari passu" o después de implementadas las reformas, dicho dinero resultará redundante pues el capital de por sí iría a los países con buenas políticas, sin necesidad de ese "policy lending". Particularmente problemáticos serían los programas de ajuste macroeconómico recesivos acompañados de crédito externo abundante, pues la caída del ingreso y la disponibilidad de ese crédito son "causas" de la salida de capitales, es decir, de "desajuste". El diseño de programas de ajuste económico *con desarrollo* se torna pues una necesidad para superar la inconsistencia de los programas recesivos. En este punto coinciden el plan Baker y los anhelos latinoamericanos.

Por el contrario, la validez del sistema de préstamos por proyectos resulta realzada al hacer más difícil la fuga, aun sin reformas en las políticas macroeconómicas.

La fuga de capitales de América latina plantea también problemas sobre las señales equívocas que emite el sistema monetario y financiero internacional, tal como surge de la alta significatividad estadística de la tasa de interés de las letras de tesorería de los Estados Unidos en las ecuaciones de regresión presentadas en este estudio. Si el sistema monetario y financiero internacional funcionara adecuadamente no debiera succionar recursos de los países en desarrollo. Estos deberían recibir recursos, no exportarlos. Ello suavizaría la necesidad de fuertes devaluaciones reales de la moneda en nuestros países para poder crecer, y al mismo tiempo evitaría la contrapartida de una sobrevaloración cambiaria real en los países acreedores, lo cual los ayudaría a mantener una razonable e imprescindible apertura económica y una buena exportación de bienes de capital a los países en desarrollo. En este último sentido, el BID y el Banco Mundial prestan un beneficio a los países acreedores y no tanto a los países en desarrollo.

