

F
RD
0470



**BANCO CENTRAL
DE LA REPUBLICA DOMINICANA**



**CENTRO DE ESTUDIOS
MONETARIOS LATINOAMERICANOS**

XXXII

**REUNION DE TECNICOS
DE BANCOS CENTRALES DEL CONTINENTE AMERICANO**

**MEETING OF TECHNICIANS
OF CENTRAL BANKS OF THE AMERICAN CONTINENT**

**LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALES INTERNACIONALES. REFLEXIONES SOBRE
EL CASO DE LA REPUBLICA DOMINICANA**

*LUIS REYES ABREU
ALEJANDRO CAMPUSANO
MIGUEL SAEZ P.
ANA B. RODRIGUEZ
MIGUEL JIMENEZ*

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA DOMINICANA

13 al 17 de noviembre de 1995 - Santo Domingo, República Dominicana
November 13-17, 1995 - Santo Domingo, Dominican Republic

F
RD
0470

**LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALES INTERNACIONALES. REFLEXIONES SOBRE
EL CASO DE LA REPUBLICA DOMINICANA**

*LUIS REYES ABREU
ALEJANDRO CAMPUSANO
MIGUEL SAEZ P.
ANA B. RODRIGUEZ
MIGUEL JIMENEZ*

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA DOMINICANA

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA DOMINICANA

**LOS MOVIMIENTOS DE CAPITALES INTERNACIONALES
REFLEXIONES SOBRE EL CASO DE LA REPUBLICA
DOMINICANA.**

Las ideas que se exponen en este trabajo son de la exclusiva responsabilidad de las personas que participaron en su elaboración: Luis Reyes Abreu, Alejandro Campusano, Miguel Sáez P., Ana B. Rodriguez y Miguel Jimenez.

INTRODUCCION

En la mayoría de los países de América Latina y el Caribe se observa un agudo contraste, entre la pasada y la presente década, en cuanto al comportamiento de los flujos netos de capitales. En efecto, en el período 1983-89, las economías de esa región transfirieron al exterior US\$116 mil millones, en cambio, en los cinco primeros años de la presente década, recibieron un volumen de capitales cercano a los US\$200 mil millones. República Dominicana no es una excepción en ese contraste, aunque presenta sus matices peculiares.

Este fenómeno ha despertado el interés de los agentes económicos y de los estudiosos del tema que observan con cautela su evolución, dadas sus implicaciones para el manejo de la política económica y sus repercusiones sobre el tipo de cambio, la inflación, la tasa de interés y el crecimiento del producto. Repercusiones que pueden ser complejas dependiendo de la naturaleza y la composición de estos flujos, así como de su grado de inestabilidad.

En torno a la explicación del hecho, existe bastante consenso en que se trata de una compleja interacción de causas externas provenientes del entorno internacional y de condiciones internas propias de cada país de la región¹. En efecto, en el entorno económico internacional hay, al menos, tres factores que influyeron en la evolución de este fenómeno y que, en realidad, son aspectos de un mismo proceso: el descenso en la tasa de crecimiento de las economías más industrializadas, la reducción de las tasas de interés en los principales mercados financieros y, como consecuencia, el crecimiento de una masa ingente de capitales situados al margen de las esferas propiamente productiva y comercial, o sea con marcado carácter especulativo. La magnitud, el rápido crecimiento y, sobre todo, la forma de operar de este capital es motivo de fuertes preocupaciones para muchos países, para sus bancos centrales y para los organismos financieros internacionales.

En cuanto a las condiciones internas, se considera que están ligadas a tres áreas básicas: estabilidad política, procesos de estabilización económica y reformas estructurales. Estas condiciones comenzaron a incidir favorablemente para la afluencia de capitales a partir de los procesos de ajuste y estabilización que la mayoría de los países de la región iniciaron desde mediados de la década pasada, a raíz de la crisis de su deuda externa.

¹Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) destacan los elementos del contexto económico internacional. El FMI (1995) enfatiza, además en las adecuadas políticas macroeconómicas y la renegociación de la deuda externa.

El desarrollo de este conjunto de condiciones internas no ha sido un proceso homogéneo en todos los países de la región, ha dependido en gran medida de las características económicas e institucionales inherentes a cada país. A pesar de ello, el análisis retrospectivo del proceso ha permitido a diferentes expertos en el tema identificar los elementos fundamentales señalados anteriormente como condiciones básicas para la afluencia de capitales internacionales hacia la región, así como para la permanencia de los nacionales.

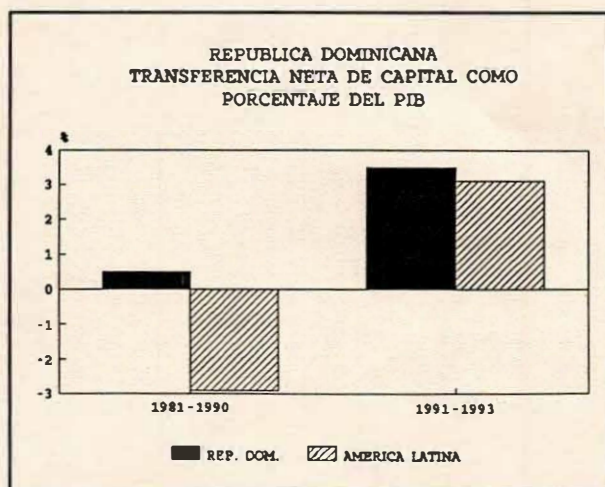
La finalidad del presente trabajo es analizar la incidencia de ese conjunto de factores en los movimientos de capitales hacia y desde la República Dominicana. En la primera parte, se realiza una aproximación acerca de la naturaleza y magnitud de estos capitales. Después, se hace un análisis de los factores internos y externos que mayor influencia han tenido en la evolución del proceso; en esta parte se destaca el contraste existente entre la presente y la pasada década y se pone un especial énfasis en los factores internos por considerar que han sido los más determinantes. Finaliza el trabajo con una síntesis de los aspectos relevantes del caso dominicano.

Es necesario reconocer de antemano las limitaciones estadísticas existentes para la cuantificación del flujo de capitales de corto plazo, por cuya razón se asume la partida "Otros Capitales" de la balanza de pagos como una aproximación del comportamiento de estos capitales en el período que abarca este trabajo, 1980-1994.

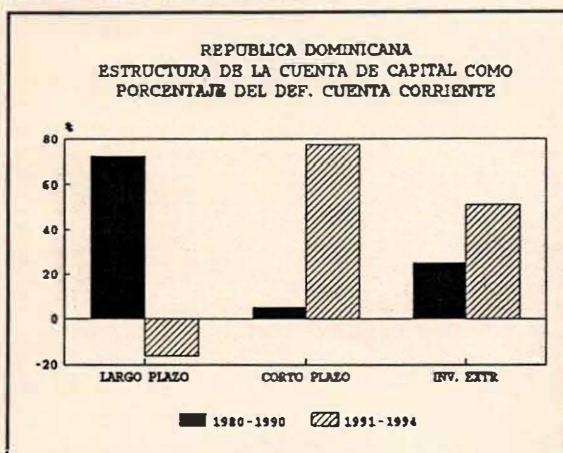
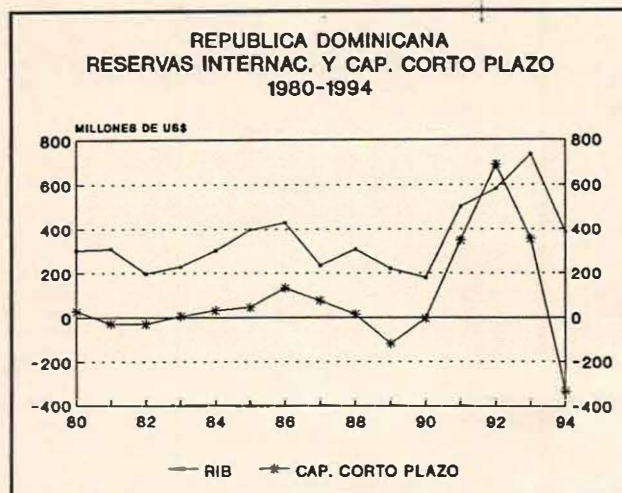
I.- MAGNITUD Y NATURALEZA DE LOS CAPITALES

La transferencia neta de capital hacia la República Dominicana durante la pasada década fue equivalente en promedio a 0.5% del PIB, superior al promedio de -2.9% registrado para toda la región de América Latina y el Caribe. En cambio, en el período 1991-1994, ese flujo neto muestra una significativa recuperación, registrando un superávit de 3.5% como proporción del PIB. Esta evolución estuvo en consonancia con las masivas transferencias de capitales que recibió la región, ascendentes al 3.1% de su producto.

En el período 1991-1994 las principales fuentes de entradas de capitales de la República Dominicana, fueron los de corto plazo y los de inversión extranjera, equivalentes a 77.3% y 50.9% del déficit de cuenta corriente. Esta composición es muy distinta a la que prevaleció en la década pasada cuando las mismas partidas fueron de 5.1% y 25.9% del referido déficit. El contraste es aún más evidente al observar el comportamiento de los capitales de mediano y largo plazo, los cuales, de una participación de 72.3% del déficit de las transacciones corrientes en el período 1980-1990, disminuyeron a -16.1% en los últimos cuatro años.



Los capitales de corto plazo de un nivel negativo en 1990, alcanzaron un promedio de 5.3% del PIB entre 1991-1993. Estos capitales permitieron el financiamiento del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos y, además, una acumulación sostenida de las reservas internacionales. En este sentido, la canalización de los capitales de corto plazo en República Dominicana siguió el mismo patrón que en la mayoría de los países de la región, concentrándose el 60% en el financiamiento del déficit de la cuenta corriente y el restante 40% en acumulación de reservas internacionales. Este proceso sostenido de aumento de las reservas se revertió en el período enero-agosto de 1994 al variar determinadas condiciones internas del país como se verá más adelante.



Los capitales relacionados con la inversión extranjera directa han registrado un cierto dinamismo ya que durante los años 1980-1990, los mismos sólo representaron el 13.8% en la estructura de la cuenta de capital, proporción que ascendió a 23.8% durante el período 1991-1994. Este crecimiento se ha concentrado en los sectores de servicios ligados al turismo y zonas francas, los cuales crecieron a una tasa promedio anual de

11%, muy superior al 7% y 8% que, respectivamente, estos sectores tuvieron a nivel internacional en el mismo período 1991-94.

Por su parte, los flujos de capitales asociados a las inversiones de portafolio han tenido una limitada presencia en el caso dominicano, debido a la ausencia de un mercado de valores organizado que pudiera ser suficientemente atractivo para los inversionistas.

Una de las particularidades que presenta el caso dominicano en materia de flujos de recursos externos es la de las transferencias unilaterales netas constituidas por remesas de los dominicanos residentes en el exterior, una parte significativa de las cuales se destina a la adquisición de activos fijos. Dichas transferencias tienen un gran peso en el total de activos internacionales que fluyen al país, siendo una de las fuentes más estables con las que cuenta la economía. De acuerdo a estimaciones del Banco Central, de 1980 a 1994 las transferencias unilateras promediaron más del 15% de las entradas totales de divisas del país.

Esta breve descripción de la afluencia de capitales hacia la República Dominicana muestra que existe bastante coincidencia con la observada en la mayoría de los países de la región, aunque ya desde ahora hay que destacar algunos matices distintivos: no se trata de capitales atraídos para inversiones de portafolio, ni han dependido de ningún proceso de privatización de empresas públicas ni tampoco derivados de un proceso de conversión de deuda, tal y como ha sucedido en otros países de la región.

III. ANALISIS DE LOS FACTORES INTERNOS

3.1 Panorama Macroeconómico

La situación macroeconómica de la República Dominicana en el transcurrir de la década de los años 80 tuvo signos muy similares a lo ocurrido en la mayoría de los países de la región: bajas tasas de crecimiento del producto, altas tasas de inflación, altos déficits de cuenta corriente y crecimiento del endeudamiento externo, deterioro de los términos de intercambio, salida de capitales privados y consecuentemente caída de las reservas internacionales. Además, en el caso dominicano estuvo presente una crisis del sistema financiero durante esos años.

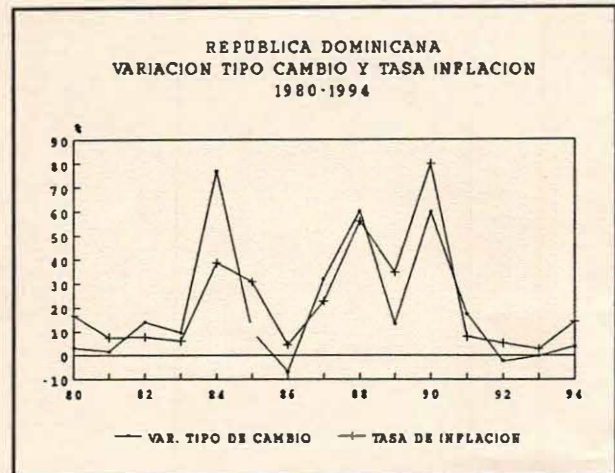
REPUBLICA DOMINICANA
COMPORTAMIENTO DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONOMICAS
(1980-1994)
 (Variaciones en %)

Años	Var. del PIB	Var. Tasa de Cambio	Bal. S. Púb. en % PIB	Tasa de Inflación	Var. de M1
1980	8.0	3.2	-2.6	16.7	2.3
1982	4.9	14.1	-3.0	7.6	12.0
1984	1.3	76.9	-1.0	38.6	42.0
1986	3.5	-6.3	-0.4	44.4	52.7
1988	2.2	60.2	-0.7	55.8	51.3
1990	-5.6	59.7	-4.6	79.9	40.5
1991	0.8	17.4	2.8	7.9	25.0
1992	7.8	-2.3	1.4	5.2	33.2
1993	3.0	0.7	0.4	2.8	16.6
1994	4.3	3.9	-1.0	14.3	-3.9

Los principales precios de la economía durante la pasada década reflejaron un considerable nivel de volatilidad. La tasa de inflación anual en los primeros tres años fue menor al 20%, sin embargo entre 1984 y 1989 superó el 40% y terminó en 79.9% en 1990. El tipo de cambio en el mercado libre se devaluó en aproximadamente 780%. Mientras la tasa de interés pasiva del sistema bancario de 7.5% sólo se incrementó a 18%. Es entendible que dicho ambiente no constituía un entorno atractivo para la entrada de capitales privados de corto plazo o para la permanencia de los nacionales.

A finales de 1990, la República Dominicana inicia un proceso de estabilización y reformas estructurales una de cuyas finalidades era la creación de un entorno más adecuado para la atracción de capitales privados, compensando así las limitaciones de acceso a las fuentes tradicionales de financiamiento externo provenientes de préstamos de mediano y largo plazos canalizados por organismos multilaterales y bilaterales de crédito.

Ese nuevo contexto macroeconómico se reflejó por la vía de una drástica reducción de la tasa de inflación, que descendió a 6% como promedio en el período 1991-1994, y por una estabilidad cambiaria, ya que el tipo de cambio no experimentó deslizamientos que superaran el 2% anual, a excepción de la segunda mitad del año 1994. Esta estabilidad macroeconómica estuvo fundamentada en la adecuada coordinación de la política fiscal y monetaria, coherente con el programa de estabilización de la economía iniciado a fines de 1990.



La ejecución del programa de estabilización implicó una drástica reducción de los desajustes del sector público para lograr así un crecimiento moderado de los medios de pagos. En efecto, de un déficit fiscal de 4.7%, como proporción del PIB en 1990, se pasa a un superávit de 2.8%, 1.4% y 0.4% en los tres años siguientes, aunque en 1994 se registró un déficit de aproximadamente un 1.0 %.

En este contexto, la economía dominicana creció a una tasa promedio anual de 3.6%, y los agentes económicos recuperaron la credibilidad en el manejo de la política macroeconómica. Además, la existencia de un diferencial muy atractivo entre las tasas de interés domésticas y las internacionales, tal como se verá a continuación, dentro de un ambiente adecuado de estabilidad cambiaria acabaron de configurar un contexto interno favorable a la afluencia de capitales privados externos y a la permanencia de los nacionales durante el período 1991-93.

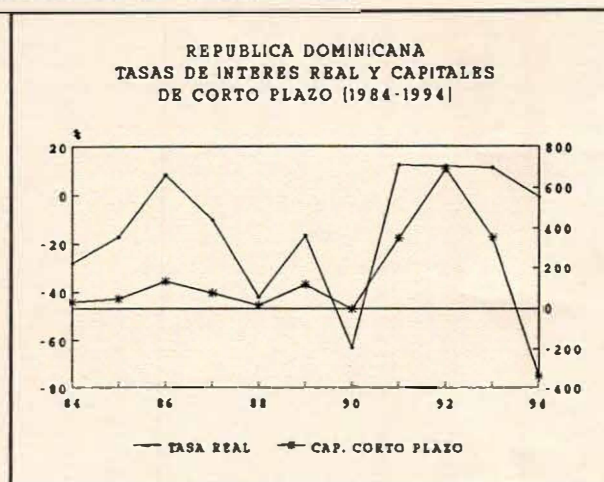
3.2 Política Monetaria y Crediticia

La presencia persistente de tasas de interés negativas en términos reales durante toda la década pasada constituyó una de las principales limitantes del flujo neto de capitales privados hacia el país durante esos años. Las tasas de interés reales oscilaron entre -0.4% a -42.9% en el citado período. Esta negatividad estuvo asociada a la orientación expansiva de la política monetaria y crediticia, en atención a las crecientes necesidades de financiamiento interno del déficit del sector público y las restricciones de financiamiento externo que permitieran cubrirlo. Este déficit alcanzó niveles promedio de 4.6% del producto y condujo a una expansión de 24.8%, en promedio anual, del financiamiento interno de la economía por parte del Banco Central.

Los agregados monetarios, como el medio circulante y la oferta monetaria ampliada, crecieron a tasas promedios anuales de 24.9% y 27.3%, respectivamente. Este comportamiento expansivo incidió en el nivel de los precios de la economía y su tasa de crecimiento, la cual, frente a tasas de interés pasivas fijadas por las autoridades monetarias en no más de 18% anual, afectaba las preferencias de los agentes privados para invertir en activos domésticos.

Un escenario de tasas de interés real negativas ligado a un sistema financiero en crisis y carente de mecanismos de supervisión prudenciales, conformaron los elementos suficientes para modificar las preferencias de los dominicanos hacia activos financieros externos. Este es un proceso normal para optimizar el componente líquido del patrimonio en presencia de políticas económicas que tienden a reducir el valor real de los activos denominados en moneda local.

El principal objetivo de la política monetaria a partir de finales de 1990 fue la restauración del equilibrio macroeconómico, lo cual se logró mediante la aplicación de medidas de política crediticia restrictivas acompañadas de fuertes ajustes del déficit fiscal, como ya se ha señalado. Este ajuste redujo las necesidades del financiamiento interno, claramente inflacionario, del sector público. La combinación de ambos tipos de medidas permitió un crecimiento prudente de los medios de pagos. Este objetivo monetario no se vio contrarrestado por el proceso de acumulación



de reservas, ya que las operaciones de mercado abierto del Banco Central y, sobre todo, el superavit fiscal logrado compensaron el efecto expansivo que sobre los agregados monetarios ejercía el incremento de las reservas en el período de mayor entrada de capitales, 1991-92.

Esta adecuada combinación de las políticas fiscal y monetaria contribuyeron a una fuerte caída de la demanda interna y al consiguiente descenso abrupto de los precios. Sin embargo, las tasas de interés, a pesar de estar liberalizadas, permanecieron en valores muy cercanas a los de los años de alta inflación y control de la tasa, debido básicamente a las políticas restrictivas del crédito y a las pautas marcadas por la emisiones de bonos del Banco Central.

Todo esto permitió revertir la negatividad de las tasas reales de interés y alcanzar tasas positivas promedio de 11.8% entre 1991 y 1993. Bajo ese escenario, el ahorro doméstico registró un significativo incremento de 25.7% en el período 1990-1994 en relación a los niveles de evidenciados durante los últimos cinco años de la pasada década. Esta expansión se explica en parte por el proceso de sustitución realizado por los agentes domésticos de tenencias de activos financieros externos por activos financieros domésticos persiguiendo una mayor rentabilidad global de sus carteras. Este proceso se constata por la entrada de capitales de corto plazo en el período 1991-1993 ascendentes aproximadamente a 5.3% del PIB y también por la permanencia de los nacionales.

Es pertinente observar que la expansión del ahorro doméstico además de estar favorecida por una política monetaria prudente que garantizó la estabilidad de los precios y el tipo de cambio, estuvo también influenciada por el inicio de un paquete de reformas económicas e institucionales que abarcaban la reestructuración del sistema financiero y la liberalización de las tasas de interés y de cambio en sus respectivos mercados.

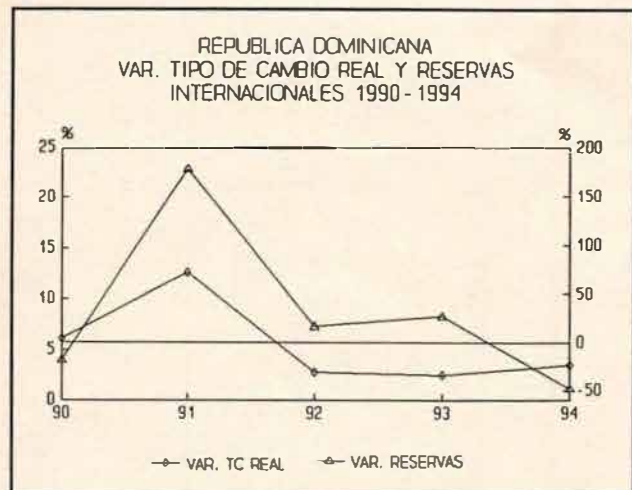
3.3 Política Cambiaria

El decenio pasado fue de progresiva inestabilidad cambiaria en la República Dominicana, ya que el tipo de cambio nominal registró una variación de 780% entre 1980 y 1990, hecho insólito en un país que había mantenido su paridad cambiaria desde 1948. Esa inestabilidad estaba motivada por el deterioro de los términos de intercambio, por la creciente restricción del crédito externo y, sobre todo, por los desequilibrios internos derivados del incremento del crédito del Banco Central para financiar los déficits sistemáticos del sector público.

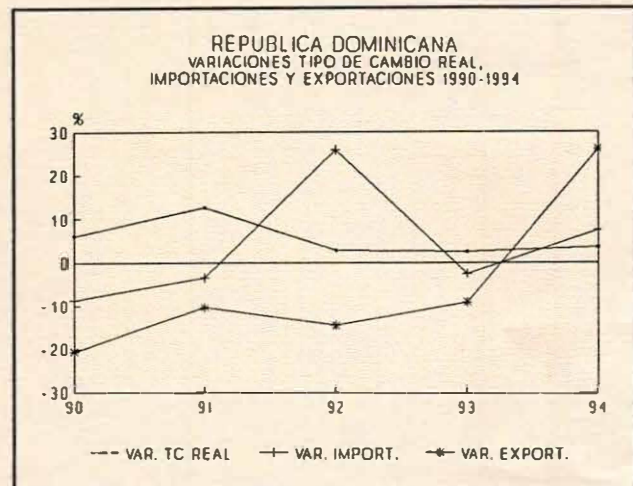
Las políticas cambiarias de esa década se apoyaban en el régimen cambiario predominante de tasa fija y de estricto control por parte del Banco Central, lo que generó un mercado de divisas informal y consecuentemente una brecha cambiaria entre ambos mercados. El rezago cambiario de la tasa de cambio del Banco Central lesionó el grado de competitividad del sector exportador de bienes y simultáneamente aumentaba las expectativas de riesgo cambiario entre los agentes económicos.

En el subperíodo 1986-1990 se acentúa la crisis cambiaria verificándose una depreciación del tipo de cambio nominal de 189% y una fluctuación del tipo de cambio real de 17%. La política cambiaria seguida reforzaba los controles cambiarios y la brecha alcanzó 28.6% anual entre la tasa de cambio oficial y la que regía en el mercado informal. En este contexto la posición de reservas internacionales netas se hizo negativa y en respuesta se adoptaron medidas restrictivas a las salidas de capitales privados. El comportamiento de los depósitos de dominicanos en el exterior indicaría que estas restricciones no arrojaron los resultados deseados, ya que en este período los mismos crecieron en más de 100.0%.

Al iniciarse el proceso de reformas de 1990, la política cambiaria se centró en tres objetivos básicos: profundizar gradualmente la liberalización del mercado de cambio, aumentar las reservas internacionales y mantener estable el tipo de cambio. En efecto, el tipo de cambio promedio anual sólo registró una variación de 1.5% en 1994 con relación a su nivel de 1991 y la posición de reservas varió positivamente en 300% en 1993 con relación a 1990.



Como ya ha quedado analizado en las experiencias de otros países de la región, existe una fuerte correlación entre la variación en la posición de las reservas internacionales y los flujos de capitales de corto plazo. El caso dominicano no es una excepción tal como puede verse en el siguiente gráfico, en el cual se aprecia el notable paralelismo entre ambos procesos. Esas experiencias indican, también, que la afluencia de ese tipo de capitales suele inducir una apreciación del tipo real de cambio que, de no corregirse, provoca desequilibrios en la cuenta corriente y presiones devaluatorias. En el caso dominicano se registró en 1991 una apreciación de 12.6% del tipo real de cambio y un incremento de las importaciones de 25.7% en 1992. Pero, en los años siguientes pierde fuerza la apreciación llegando a un total de 20% con respecto a 1990.



3.4 Reformas Estructurales

Las reformas estructurales, que la mayoría de los países latinoamericanos emprendieron después de adoptar amplios programas de estabilización y ajuste para superar la crisis de la deuda externa, constituyó uno de los condicionantes de mayor importancia para la afluencia de los capitales internacionales o para la permanencia de los nacionales en la región.

Estas reformas contribuyeron a consolidar la credibilidad de la política económica de estos países y a fortalecer la estabilidad del entorno macroeconómico, elementos necesarios para propiciar un mayor flujo de inversión extranjera y por tanto para atraer capitales de este tipo.

La República Dominicana empezó a esbozar un amplio programa de reformas estructurales a partir de la segunda mitad del año 1990, introducidas con cierto retraso en relación a otros países de América Latina que desde la década pasada ya venían implementándolas. Los elementos centrales de las reformas planteadas en el país fueron los siguientes:

- Modernización del Estado mediante la privatización de las empresas del sector público, las reformas del sistema tributario, judicial, educativo, de salud, de seguridad social, de energía y la creación de la carrera administrativa.

- Reestructuración del sistema monetario y financiero enfatizando en la conversión de la banca especializada en una banca de servicios múltiples, la liberalización de las tasas de interés y de cambio, la eliminación del exceso de regulaciones y la mayor autonomía del Banco Central.

- Reforma del sector externo en la cual se destacaban la apertura comercial, la reforma arancelaria, la reforma administrativa de las aduanas, la redefinición de la política de exportaciones, la

reestructuración de la deuda, un nuevo marco legal para la inversión extranjera y la incorporación del país a los actuales procesos de integración económica.

-Reestructuración de los sectores manufacturero y agropecuario para mejorar su capacidad competitiva.

Como se aprecia, el plan de reformas planteado era amplio y necesario para modernizar la estructura institucional del país a tono con los cambios de la economía mundial y competir en la atracción de inversión extranjera. Cabe destacar que independientemente del reducido avance en el conjunto del programa de reformas, las iniciadas en distintos sectores han contribuido a reducir las distorsiones y obstáculos a la actividad económica.

Esto último se refleja a través de la disminución del riesgo país para la inversión, en la mejora de la rentabilidad de los activos financieros locales, en una mejor posición crediticia externa y en la definición de reglas más transparentes y competitivas para la atracción de ahorro externo o el incremento del interno.

La Reforma Financiera ha contribuido a restablecer la estabilidad y credibilidad que el sector financiero había parcialmente perdido en algunos momentos de la pasada década. Mediante dicha reforma se ha creado el sistema de banca múltiple, se redujeron las excesivas regulaciones, se diseñaron nuevas normas prudenciales para la banca comercial y se redujeron los niveles del encaje legal. Con ella se promovió también la liberalización de las tasas de interés y de cambio, cuyos comportamientos en los últimos años, tal y como hemos visto en páginas anteriores, se han constituido en factores importantes para la afluencia de capitales privados.

En el campo de las reformas del sector externo, se ha logrado cierto avance en la apertura comercial. A partir de septiembre de 1990 se instrumentó una reforma arancelaria que redujo sustancialmente los niveles arancelarios, simplificando la diversidad de normas legales. De igual manera, fue eliminada una gran variedad de exenciones y tratamientos preferenciales y se inició un proceso de eficientización administrativa. No cabe dudas que el sistema arancelario actual redujo las trabas al comercio y le imprimió cierta dinámica interna a la economía.

Sin embargo, esta mayor dinámica para una economía abierta como la de República Dominicana, en una coyuntura de entrada de capitales que han inducido cierta apreciación del tipo de cambio real, no ha profundizado significativamente los niveles del déficit de cuenta corriente, pues la tasa arancelaria promedio sigue siendo muy superior al promedio latinoamericano y hasta caribeño.

Otra de las acciones emprendidas por las autoridades que culminó a mediados del año 1994, fue la renegociación de la deuda externa del país con la banca privada internacional, lográndose una

reducción de 58.4%. En adición a los beneficios que se derivan directamente de la reducción de la deuda, a través de este proceso el país aumentó su credibilidad financiera en los mercados internacionales, así como su atractivo para los capitales de inversión.

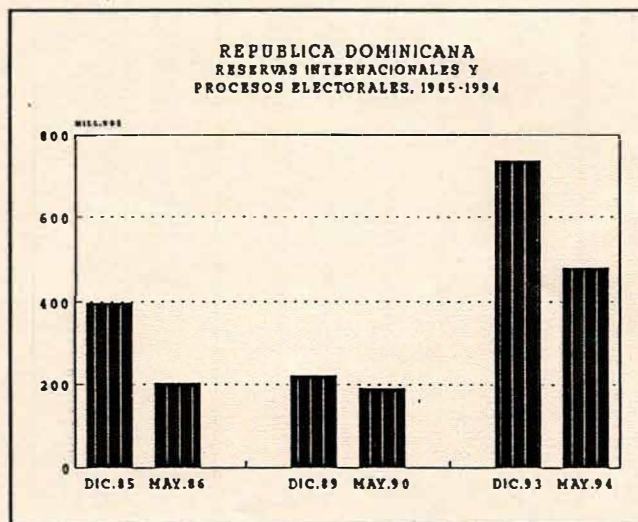
En la actualidad, varias de las reformas iniciadas no han sido concluidas e importantes proyectos legales relacionados a la inversión extranjera y al Código Monetario y Financiero, entre otros, se encuentran pendientes de aprobación en las Cámaras Legislativas, los mismos resultan indispensables para crear las condiciones institucionales básicas para promover la entrada de inversión extranjera directa. Pudiera pensarse que la culminación de este proceso de reformas, habría favorecido una mayor afluencia de capitales, al adecuarse la estructura institucional del país a los procesos de globalización de los mercados mundiales.

3.5 Estabilidad Política

Es ampliamente conocido y constatado que la estabilidad política de un país es una condición necesaria para que los capitales internacionales fluyan y para que los nacionales permanezcan en él. Esto es especialmente válido para los capitales de corto plazo. La reciente experiencia mexicana confirmó claramente la significación de esa relación en países de América Latina.

En el caso dominicano, también se observa un considerable vínculo entre la incertidumbre política que generan algunos de los procesos electorales y la salida de capitales. Esta relación se puede constatar al comparar la posición de reservas internacionales en el mes de mayo de cada año electoral con relación a su nivel al finalizar el año anterior. Tal y como se aprecia en el siguiente gráfico en los tres últimos procesos electorales las reservas caen en 48.7%; 13.8% y 34.7%, respectivamente.

Especialmente significativo es el año 1994 en el cual la solución final del proceso electoral se prolongó hasta agosto y las reservas internacionales habían decrecido un 65% al finalizar ese mes.



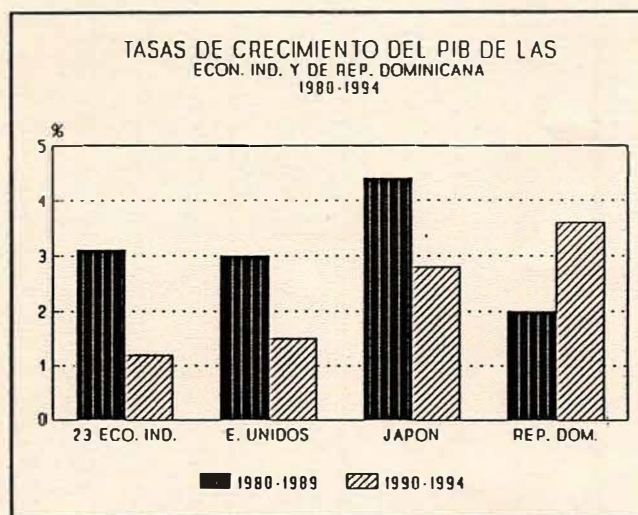
La sensibilidad que tienen los capitales nacionales ante cada proceso electoral podría ser atribuible a que el escaso desarrollo institucional del país genera incertidumbre entre los agentes económicos en relación a los cambios de política económica que podrían producirse como consecuencia de un resultado no deseado de este proceso.

IV.- ANALISIS DE LOS FACTORES EXTERNOS

Un primer factor que ha incidido fuertemente en los flujos internacionales de capitales es el que se refiere a las diferencias en las tasas de crecimiento de la actividad económica entre los diversos países. Es ampliamente conocido que el lento crecimiento de determinadas economías constituye la causa fundamental de que sus capitales busquen nuevos espacios a nivel internacional más propicios para la realización de sus ganancias.

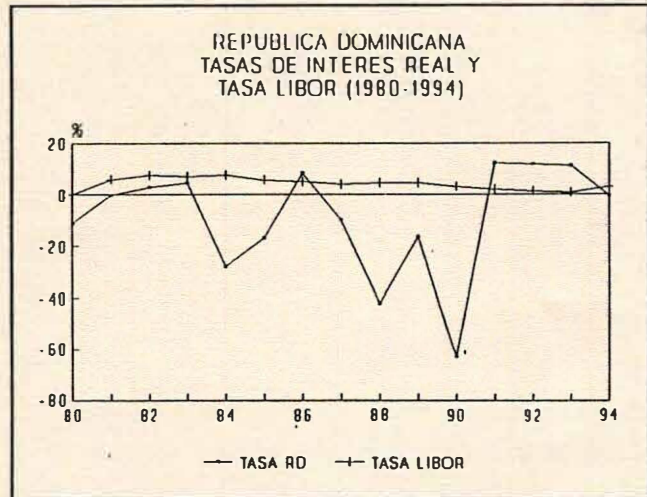
En la pasada década, los 23 países más industrializados lograron una tasa promedio anual de crecimiento de sus PIB de 3.1%. Dentro de ese grupo, Estados Unidos logra una tasa de 3% en el período 1980-1989, aunque inicia su descenso con un 1.2% en 1990. Frente a esa trayectoria, la tasa de R. Dominicana fué de apenas 2%, promedio que, si bien es muy superior al de la región latinoamericana, conlleva muchas variaciones y, sobre todo, dos fuertes crisis: la del trienio 1983-85 que culminó con un crecimiento negativo de 2.2% en ese último año y, especialmente, la de 1990, con un decrecimiento de 6.7%.

En contraste, durante los tres primeros años de la presente década, 1991-93, la tasa promedio anual de crecimiento del PIB de esos 23 países desciende a 1.2%. Se destaca la abierta recesión estadounidense del período 1990-92 con 0.9% en promedio, el cual incluye el -0.6% de 1991. Pero, hay, además, otro aspecto al que se le está prestando poca importancia y es el notable descenso de las tasas de crecimiento del PIB de Japón: de un promedio anual de 4.4% en el período 1980-91, se desploma a 1.1 en 1992, a 0.1% en 1993 y a 0.9% en 1994. Frente a ese panorama internacional, la economía dominicana creció a un promedio anual de 3.6% en el período 1991-94. La diferencia se hace mucho más notable si nos fijamos en dos sectores específicos del país, turismo y zonas francas, cuyas tasas promedio de crecimiento anual (11%)



superan ampliamente las correspondientes a nivel internacional (7%), tal como ya se indicó. En ambos sectores es predominante la inversión extranjera directa..

Otro elemento causal en esos flujos internacionales del capital es el diferencial de las tasas de interés entre los diversos países. Su incidencia es mucho más visible e inmediata, pero, en realidad es un factor derivado del anterior por razones ampliamente conocidas y demasiado obvias² En la pasada década, las tasas de interés real a nivel internacional alcanzaron los niveles más elevados en los últimos 30 años; la LIBOR, por ejemplo, logra promedios cercanos al 6% real. En el caso norteamericano, las tasas de los instrumentos financieros a largo plazo lograron promedios superiores al 8%. En cambio, en R.

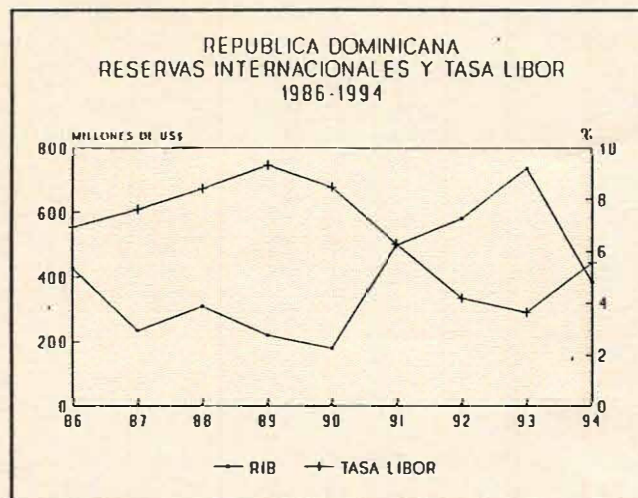


Dominicana fueron claramente negativas en términos reales, oscilando entre -0.4% y -42.9%, como ya se vio anteriormente. No es de extrañar, por tanto, el crecimiento de los activos financieros dominicanos depositados en el mercado estadounidense, el cual absorbe el 76% de todos esos depósitos: en el período 1980-87, por ejemplo, crecieron 132.2%

La anterior situación se invierte en la presente década, incluso desde 1990 para el caso norteamericano. La LIBOR, por ejemplo, desciende de 8.3% a 3% en términos nominales y de 4.6% a 0.9% en términos reales. En los Estados Unidos hay un descenso general de las tasas de un 44%: las bancarias de corto plazo, de 7% en 1989 a 3% en 1992-93 y las de largo plazo de 8.6% en 1989 a 5.8% en 1993. En abierto y marcado contraste, las tasas de interés dominicanas se tornan clara y fuertemente positivas en términos reales, con un promedio de 11.8% en el período 1991-93, tal como ya se señaló.

²Algunos análisis econométricos recientes del FMI establecen una correlación negativa de -0.9 entre las tasas de interés a largo plazo de los 23 países más industrializados y el stock de capitales de los mercados emergentes y la correlación no es aún mayor debido a algunas "burbujas especulativas" acontecidas recientemente en algunos de esos mercados.

Especialmente significativas son las tasas ofrecidas por los bonos (Certificados de Participación) del Banco Central para un total de RD\$ 1,600 millones emitidos³ y cuyas ganancias están libres de impuestos. Si bien es verdad, como ya se señaló, que no existe en el país un mercado de capitales con suficiente desarrollo como para atraer grandes masas de capital internacional, es obvio que esos bonos del Banco Central, en un período de baja inflación y fuerte estabilidad cambiaria, sirvieron para atraer una cantidad considerable de capitales nacionales que en otras condiciones hubieran salido del país. Incluso, aunque esto sea difícil de cuantificar en forma aislada, es obvio que contribuyeron a la afluencia de capitales externos de corto palzo, incluyendo los dominicanos que estaban fuera del país..



Finalmente hay que mencionar y último factor causal que en realidad no es más que el resultado final de los anteriores y, en general, del complejo proceso económico y financiero mundial: el rápido crecimiento del capital especulativo. Ese capital se nutre, básicamente, de dos fondos, el de pensiones y el de inversiones. Debido a su naturaleza, funciones y, sobre todo, al modo de operar, no existe un análisis cuantitativo preciso de él. Algunas estimaciones lo dimensionaban en alrededor de US\$300 mil millones en 1983 ascendiendo a US\$900 mil en 1993. Otra referencia cuantitativa se centra en los montos de los fondos de pensiones por países: el de los Estados Unidos, por ejemplo, ascendía en 1994 a la cantidad de US\$7 mil billones. Otra estimación de 1995 sitúa en US\$900 mil millones el monto de las transferencias diarias en los flujos monetarios internacionales. En conjunto y a pesar de ser simples estimaciones, estos datos sugieren las dimensiones de ese capital y explican el creciente temor a sus movimientos inesperados que se observa en muchos países y en las recientes reuniones y medidas del FMI y del BM.

³ Emisiones realizadas: RD\$250 millones al 38% (marzo, 1991), RD\$300 mill. al 24% (julio, 1991), RD\$250 mill. al 20% (diciembre, 1991), RD\$300 mill. al 16% (marzo, 1992), RD\$ 300 mill. al 16% (julio, 1992) y RD\$500 mill. al 18% (septiembre, 1994)

En el caso dominicano, ese tipo de capital ha tenido muy poco impacto debido al poco desarrollo del mercado de capitales, como ya se ha dicho; aunque los bonos del Banco Central estaban disponibles para ese capital, no existe una cuantificación individual de ese proceso.

El resultado final de este conjunto de causas externas y de condiciones favorables de tipo interno, fue una afluencia neta de capitales estimada en US\$1,290 millones en el período 1991-93, suma equivalente, en promedio, al 4.5% del PIB anual, porcentaje superior incluso al logrado por economías latinoamericanas de mucho mayor tamaño y que han sido catalogadas como las más destacadas entre los "mercados emergentes" de la región, tales como México, Argentina, Brasil, Chile, Perú y Colombia, pero cuyo porcentaje promedio fue el 3.3% de sus respectivos PIB.

V. ALGUNAS CONCLUSIONES.

La evolución que ha seguido el flujo neto de capitales en República Dominicana, guarda bastante similitud con la experimentada por la mayoría de los países de la región, no existiendo diferencias marcadas en cuanto al impacto de los factores externos comunes y el mayor énfasis regional en el manejo adecuado de la política económica, como los elementos centrales para que se verificara la referida afluencia neta de capitales. Sin embargo, a modo de conclusión es importante destacar los siguientes elementos:

1- El flujo neto de capitales a República Dominicana ha sido condicionados en alto grado por factores internos relacionados con el clima de estabilidad económica, la rentabilidad de los activos financieros, así como a la incertidumbre que se produce en algunos procesos electorales.

2- En el período de fuerte de entrada de capitales de corto plazo (1991-1993) se registró un crecimiento notable de las reservas internacionales del Banco Central, pero esto no repercutió significativamente sobre la demanda global y los precios, en parte debido a las operaciones de parcial esterilización realizadas por el Banco Central, pero, sobre todo, por el fuerte contrapeso de la política fiscal.

3- Los flujos de capitales hacia República Dominicana, al contrario de lo sucedido en otros países grandes de la región, no han estado ligados al proceso de privatización, ni a la existencia de un amplio mercado de capitales, ni tampoco a los mecanismos de conversión de deuda por inversión. Incluso los capitales destinados a la inversión directa se han concentrado mucho en las zonas francas y el turismo, dos áreas que tienen contextos legales bien definidos. Tal parece que una parte considerable de esos flujos netos debe atribuirse al regreso al país de capitales dominicanos en busca de un notable diferencial en las tasas de interés y con un reducido riesgo cambiario. Pero, esta es una hipótesis no fácil de comprobar, dada la naturaleza de esos flujos.

4-Se ha evidenciado que la entrada de capitales y la política de acumulación de reservas del Banco Central conllevaron una apreciación del tipo de cambio real que afectó la competitividad de la exportaciones, el nivel de las importaciones y el déficit de cuenta corriente. Sin embargo, este impacto ha sido bastante menor que el que se dió en otros países de la región, a pesar de que R. Dominicana tuvo, en porcentaje del PIB, un mayor ingreso de capitales.

5.- La gran participación de los capitales de corto plazo en el financiamiento de los desequilibrios externos, pone de manifiesto la importancia de aprovechar el potencial de la inversión extranjera para garantizar entradas de capitales menos volátiles. Este potencial estará en función de la capacidad para profundizar las reformas legales, en especial las que favorecen la inversión extranjera y, las estructurales de los sectores productivos para mejorar su competitividad internacional.

RESUMEN EJECUTIVO

En abierto contraste con la pasada década, en la presente se observa un considerable flujo neto de capitales hacia la región de América Latina y el Caribe. La explicación de este hecho reside en una combinación de causas externas provenientes del entorno económico internacional y de condiciones internas propias de cada país de la región. Entre los elementos externos se destacan el descenso de las tasas de crecimiento de las economías más desarrolladas, la sustancial reducción de las tasas de interés de esos mercados y, como consecuencia, el fuerte crecimiento de un capital desligado de las esferas productiva y comercial. Los elementos internos son los referentes a la estabilidad política y macroeconómica y los altos diferenciales en las tasas de interés con respecto a los países más desarrollados.

El presente trabajo analiza la incidencia de esos factores en el caso de la fuerte afluencia de capitales a R. Dominicana en la presente década en contraste con la anterior y llega a las siguientes conclusiones:

*La influencia de las condiciones internas fue el factor determinante del flujo neto ascendente a 4.5% en porcentaje del PIB en el período 1991-93, distribuido aproximadamente de la siguiente forma: 40% a acumulación de reservas y 60% a déficit de cuenta corriente.

*El fuerte ingreso de capitales y la política de aumentar las reservas internacionales provocó cierto nivel de apreciación del tipo real de cambio que afectó la competitividad de las exportaciones, el aumento de las importaciones y el déficit de la cuenta corriente, pero esa apreciación no fue superior al 20% a lo largo de todo el período 1991-94.

*El ingreso de capitales no afectó sensiblemente la demanda agregada y el nivel de precios gracias a una cierta esterilización por parte del Banco Central, pero, sobre todo, a una política fiscal claramente superavitaria. desde 1991, a pesar del amplio déficit de 1990 (4.7% en porcentaje del PIB).

*El flujo neto de capitales no ha estado ligado a procesos de privatización, ni a la existencia de un activo mercado de capitales ni a mecanismos de conversión de deuda por inversión, como en otros países de la región.

* Los capitales de inversión directa han estado ligados a las zonas francas y al turismo con altas tasas de crecimiento promedio de 11% anual. Los capitales de corto plazo se deben en gran medida al retorno de capitales nacionales buscando el gran diferencial en las tasas de interés.