

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

40

**FLUJOS DE CAPITAL EXTERNO EN
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE:
EXPERIENCIAS Y POLÍTICAS EN LOS NOVENTA**

**Günther Held
Raquel Szalachman**



NACIONES UNIDAS

UNIDAD DE FINANCIAMIENTO D.C.I.T.F.

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

**FLUJOS DE CAPITAL EXTERNO EN
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE:
EXPERIENCIAS Y POLÍTICAS EN LOS NOVENTA**

**Günther Held
Raquel Szalachman**



NACIONES UNIDAS

**COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
UNIDAD DE FINANCIAMIENTO D.C.I.T.F.**

Santiago de Chile, abril de 1997

LC/L.1002
Abril de 1997

Este documento fue preparado por el Sr. Günther Held y la Sra. Raquel Szalachman de la Unidad de Financiamiento de la División de Comercio Internacional, Transporte y Financiamiento de la CEPAL. Las opiniones expresadas en este trabajo, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de la exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

ÍNDICE

| | <i>Página</i> |
|---|---------------|
| RESUMEN | 5 |
| INTRODUCCIÓN | 7 |
| I. CARACTERÍSTICAS DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE EN LAS ÚLTIMAS DÉCADAS | 9 |
| 1. Variabilidad y otras características de los movimientos de capital entre 1977 y 1995 | 9 |
| 2. Países con altas entradas de capital en 1992-94 | 14 |
| II. EPISODIO DE ALTAS ENTRADAS DE CAPITAL A UN GRUPO DE PAÍSES DE LA REGIÓN EN 1992-94 | 19 |
| 1. Incentivos a entradas de capital financiero | 19 |
| 2. Captación de fondos externos mediante títulos y valores ... | 20 |
| 3. Comportamiento del ahorro nacional | 20 |
| 4. Déficit en cuenta corriente y caída del tipo de cambio real .. | 28 |
| 5. Riesgos macroeconómicos asociados a los movimientos de capital | 30 |
| III. POLÍTICAS RELATIVAS A LA CAPTACIÓN DE CAPITAL EXTERNO | 33 |
| 1. Déficit sostenible en cuenta corriente | 33 |
| 2. Políticas de ahorro nacional y de desarrollo financiero | 36 |
| 3. Políticas de regulación de las entradas de capital | 36 |
| IV. CONCLUSIONES | 45 |
| Notas | 46 |
| BIBLIOGRAFÍA | 49 |
| ANEXO: Cuadros | 51 |

CUADROS

| | | |
|--------------|--|----|
| Cuadro 1: | Flujo neto de capitales hacia América Latina y el Caribe . . | 10 |
| Cuadro 2: | Media y desviación estándar de la cuenta de capital, países de América Latina y el Caribe | 11 |
| Cuadro 3: | Media y desviación estándar de los principales componentes de la cuenta de capital, América Latina y el Caribe 1977-94 | 12 |
| Cuadro 4: | Concentración de las entradas de capital en América Latina y el Caribe | 13 |
| Cuadro 5: | Desglose de la cuenta de capital, América Latina y el Caribe | 14 |
| Cuadro 6: | SalDOS en cuenta corriente y en cuenta de capital de países de América Latina y el Caribe | 16 |
| Cuadro 7: | Diferencial entre las tasas de interés pasivas y activas, países con altas entradas de capital en 1992-94 | 21 |
| Cuadro 8: | Índices de precios en dólares de bolsas de valores, países de América Latina | 22 |
| Cuadro 9: | Emisiones internacionales de acciones y bonos, países de la región | 23 |
| Cuadro 10: | Ahorro nacional bruto, ahorro externo, inversión interna bruta, países con altas entradas de capital | 25 |
| Cuadro 11: | Entradas de capital, consumo, importaciones e importaciones de bienes de consumo, países con altas entradas de capital en 1992-94 | 26 |
| Cuadro 12: | Crédito al sector privado como porcentaje del PIB, países con altas entradas de capital en los noventa | 27 |
| Cuadro 13: | Destino de las entradas de capital como porcentajes del PIB en 1992-94 y comportamiento del tipo de cambio real, países de América Latina y el Caribe | 29 |
| Cuadro 14: | Tasas de crecimiento del gasto interno y del PIB y saldos en cuenta corriente y en cuenta de capital como porcentajes del PIB, países con altas entradas de capital en 1992-94 | 31 |
| Cuadro 15: | Tipos de entradas de capital y sostenibilidad del déficit en cuenta corriente | 35 |
| Cuadro 16.1: | Chile: Restricciones a los movimientos de capitales | 39 |
| Cuadro 16.2: | Colombia: Restricciones a los movimientos de capital . . . | 40 |

RESUMEN

Este trabajo analiza la experiencia de un grupo de países de América Latina y el Caribe con altas entradas de capital externo en 1992-94, situándolas en el contexto de los movimientos de capital que han tenido lugar en la región desde 1977.

Los flujos de capital a la región en las últimas dos décadas se han caracterizado por una alta variabilidad. Períodos de altas entradas de capital se han alternado con períodos de bajas entradas. El trienio 1992-94 registró elevadas entradas de capital a la región, una alta concentración de esas entradas en pocos países, y una mayor volatilidad debido al cambio en su composición hacia inversiones de cartera.

El análisis de las elevadas entradas de capital a ese grupo de países se sitúa en el ámbito de sus reformas económicas y regímenes cambiarios. En este contexto, se examina el comportamiento de factores reales frente a esas entradas: el ahorro nacional y la inversión; el gasto agregado, el déficit en cuenta corriente del balance de pagos y el tipo de cambio real; y los efectos macroeconómicos y financieros provenientes de la caída o reversión de los flujos de capital en algunos países en 1995. Estos comportamientos toman en cuenta las políticas de captación de capital externo de esos países, sus regímenes cambiario y monetario, y su entorno macroeconómico.

Las entradas de capital pueden realizar una importante contribución al desarrollo económico y financiero de los países receptores. Las experiencias de la región señalan que para tomar ventaja de esas entradas y prevenir sus riesgos macroeconómicos, las políticas de captación de capital externo deberían tener en cuenta los siguientes conceptos: visualizar el acceso a recursos externos como parte de una política más amplia que fortalezca el ahorro nacional y desarrolle los sistemas financieros en los países receptores; captar esos recursos en función del déficit "sostenible" en cuenta corriente del balance de pagos; y adoptar regímenes monetarios y cambiarios provistos de instrumentos que permitan cambiar el nivel y la composición de las entradas de capital con miras a una apertura regulada de la cuenta de capital del balance de pagos.

INTRODUCCIÓN

Los flujos de capital externo pueden realizar una importante contribución al desarrollo económico y financiero. Movilizan ahorro desde los países exportadores de capital, lo que aumenta los recursos en los países receptores y mejora la asignación de recursos a nivel internacional. Esos flujos permiten compensar en los países receptores reducciones en la disponibilidad de divisas que originan fluctuaciones en sus exportaciones y en sus términos del intercambio. Al mismo tiempo, posibilitan una mayor diversificación de los activos y pasivos financieros de los países involucrados y otros beneficios (CEPAL, 1995).

Las entradas de capital externo también traen consigo riesgos y costos. Los cuantiosos préstamos que extendió la banca internacional en la segunda mitad de los setenta ayudaron al crecimiento de los países de la región mientras tuvieron lugar. Sin embargo, también trajeron consigo excesos de gasto agregado, altos déficit en cuenta corriente y otros desajustes macroeconómicos, que desembocaron en la crisis de deuda externa e interna que se propagó a buena parte de los países de la región a comienzos de los ochenta. La superación de esta crisis pasó por la generación de superávit comerciales y reversiones en los movimientos de capital en esos países, que estancaron sus niveles de actividad hasta fines de esa década.

Las fuertes inversiones internacionales de cartera a un grupo de países de la región caracterizaron las elevadas entradas de capital de 1992-94. Estos flujos impulsaron el gasto y el ritmo de actividad económica en esos países, pero igualmente ocasionaron determinados desajustes macroeconómicos. La caída o reversión de esos flujos en 1995, desencadenó importantes ajustes recesivos en algunos de esos países y contribuyó a situaciones de inestabilidad financiera en varios de ellos.

Este trabajo aborda las experiencias y las políticas de captación de capital externo de países de América Latina y el Caribe con elevadas entradas de capital externo en 1992-94. El trabajo se divide en cuatro secciones. La primera describe los movimientos de capital en las últimas dos décadas en términos de su variabilidad, concentración, composición y volatilidad. Esta sección también ordena a los países de la región según sus entradas de capital en 1992-94, con el objeto de identificar al grupo con altas entradas en ese período.

La segunda sección aborda los factores y los efectos de altas entradas de capital a un grupo de países de la región en ese período. Esta sección señala la importancia de los regímenes monetario y cambiario en los movimientos de capital; los incentivos que condujeron a altas entradas de capital financiero; y las consecuencias de esas entradas sobre el ahorro nacional, el déficit en cuenta corriente y el tipo de cambio real en 1992-94; y los efectos macroeconómicos y financieros de su caída y/o reversión en 1995.

La tercera sección se refiere a políticas de captación de capital externo, teniendo en cuenta las experiencias de altas entradas de capital a la región en 1992-94. Esta sección visualiza las entradas de capital a partir del concepto de déficit "sostenible" en cuenta corriente, y como parte de una política de desarrollo que fortalezca el ahorro nacional y los mercados financieros domésticos. La discusión sobre políticas de captación

de capital externo enfatiza la importancia de los regímenes monetarios y cambiarios y analiza distintos instrumentos para regular y ajustarse a las entradas de capital. Estos instrumentos incluyen la aplicación de encajes e impuestos, un mayor riesgo cambiario, la regulación prudencial de los movimientos de capital, la acumulación de reservas internacionales, y ajustes del tipo de cambio.

La última sección presenta las principales conclusiones del trabajo. Estas se refieren a las características de los movimientos de capital en las últimas dos décadas, a los factores que incentivaron elevadas entradas de capital financiero a un grupo de países en 1992-94 y sus efectos macroeconómicos y financieros, y a políticas de captación de capital externo que favorecen una apertura regulada y gradual de la cuenta de capitales del balance de pagos.

I. CARACTERÍSTICAS DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE EN LAS ÚLTIMAS DÉCADAS

1. Variabilidad y otras características de los movimientos de capital entre 1977 y 1995

Los flujos netos¹ de capital en la región en las últimas décadas, se han caracterizado por una alta variabilidad. Esta última se ha extendido a los países, y en buena medida, a los componentes de esos flujos.

El cuadro 1 muestra la variabilidad de los flujos de capital en la región y para 19 países de América Latina y el Caribe entre 1977 y 1995. En menos de dos décadas se identifican los siguientes períodos para la región: dos períodos de altas entradas de capital con promedios equivalentes a 5.3% y 4.3% del PIB de la región en 1977-81 y 1992-94 respectivamente; un período de bajas entradas de capital con un promedio de 1.3% del PIB en 1983-89; un período de entradas medias con 2.6% del PIB en 1990-91;² y el año 1995 que nuevamente registra bajas entradas equivalentes a 1.3% del PIB.

El cuadro 2 presenta la desviación estándar sobre la media de los saldos de la cuenta de capital del balance de pagos, como indicador de variabilidad de los movimientos de capital, para los países que figuran en el cuadro 1. La proporción de 0.74 señala una considerable variabilidad de los flujos de capital para el conjunto de países. La variabilidad ha sido extrema en Panamá y Venezuela, donde ese indicador excede a cuatro; y ha sido muy alta en Argentina y México, donde excede a uno.

La aplicación de ese indicador de variabilidad (desviación estándar sobre la media) a los principales componentes de la cuenta de capital del balance de pagos de la región en el período 1977-94, entrega los siguientes resultados (cuadro 3). Los préstamos de corto plazo tienen una muy alta variabilidad (casi 12 veces su valor medio); la inversión de cartera muestra una alta variabilidad (cerca de dos veces de su valor medio); los préstamos de largo plazo muestran una apreciable variabilidad (1.5 veces su valor medio); la inversión extranjera directa se caracteriza por una baja variabilidad (equivalente a la mitad de su valor medio).

La inversión extranjera directa ha tenido el comportamiento más uniforme para el conjunto de países de la región. En todo el período 1977-95 se ha situado cerca del 1.0% del PIB de la región, aunque ha registrado importantes variaciones a nivel de países. Argentina, Bolivia, Costa Rica, Ecuador, Paraguay y Perú registraron incrementos superiores a un punto porcentual del PIB en 1992-94 con respecto a 1983-89 (cuadro A-1 del anexo).

En consecuencia, la variabilidad en las entradas de capital a los países de la región ha estado estrechamente asociada con la variabilidad de los préstamos de corto plazo y de la inversión de cartera. Resultados parecidos se han obtenido para países industrializados.³

Cuadro 1
FLUJO NETO DE CAPITAL HACIA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
 (Porcentajes promedio del PIB)

| PAISES | 1977-81 | 1983-89 | 1990-91 | 1992-94 | 1995 a/ |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Argentina | 1.7 | 1.6 | 0.5 | 4.3 | 0.2 |
| Bolivia | 7.4 | 14.6 | 6.9 | 11.6 | 3.9 |
| Brasil | 4.2 | 0.9 | 0.8 | 2.0 | 3.9 |
| Chile | 11.8 | 6.6 | 7.6 | 8.3 | 1.5 |
| Colombia | 3.1 | 2.4 | -0.6 | 2.7 | 5.6 |
| Costa Rica | 12.5 | 10.1 | 7.6 | 6.3 | 3.6 |
| Ecuador | 7.5 | 4.9 | 7.3 | 5.7 | 1.5 |
| El Salvador | 2.3 | 6.2 | 7.3 | 5.6 | 5.7 |
| Guatemala | 2.9 | 4.6 | 5.2 | 6.5 | 2.3 |
| Haití | 13.4 | 12.4 | 10.3 | 4.7 | 32.3 |
| Honduras | 9.9 | 8.7 | 12.0 | 11.6 | 7.3 |
| México | 4.5 | -0.4 | 6.3 | 6.5 | -6.2 |
| Nicaragua | 9.4 | 38.3 | 44.3 | 49.6 | -26.3 |
| Panamá | 8.7 | -5.0 | 8.1 | 3.9 | 9.7 |
| Paraguay | 10.4 | 6.4 | 9.7 | 10.5 | 15.2 |
| Perú | 4.5 | 3.3 | 5.1 | 8.6 | 7.0 |
| Rep. Dominicana | 7.7 | 5.5 | 3.7 | 2.4 | -0.2 |
| Uruguay | 6.4 | 2.0 | 0.7 | 3.1 | 3.5 |
| Venezuela | 4.5 | -2.9 | -5.2 | -0.1 | -4.8 |
| América Latina y el Caribe | 5.3 | 1.3 | 2.6 | 4.3 | 1.6 |

Fuente: Cifras de balance de pagos del FMI. PIB en dólares corrientes según CEPAL.
 a/ Las cifras de 1995 consideran la nueva definición de "Cuenta de Capital y Financiera" del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Cuadro 2

**MEDIA Y DESVIACIÓN ESTANDAR DE LA CUENTA DE CAPITAL
PAÍSES DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE 1977-94**

(En millones de dólares corrientes)

| PAÍSES | MEDIA | DESVIACIÓN ESTANDAR | DESVIACIÓN ESTANDAR/ MEDIA |
|----------------------------|--------|------------------------|----------------------------------|
| Argentina | 3 181 | 3 581 | 1.13 |
| Bolivia | 393 | 213 | 0.54 |
| Brasil | 5 832 | 4 217 | 0.72 |
| Chile | 2 131 | 1 250 | 0.59 |
| Colombia | 993 | 902 | 0.91 |
| Costa Rica | 445 | 147 | 0.33 |
| Ecuador | 677 | 375 | 0.55 |
| El Salvador | 264 | 193 | 0.73 |
| Guatemala | 391 | 1 | 0.00 |
| Haití | 136 | 45 | 0.33 |
| Honduras | 296 | 77 | 0.26 |
| México | 7 814 | 10 209 | 1.31 |
| Nicaragua | 623 | 331 | 0.53 |
| Panamá | 69 | 283 | 4.12 |
| Paraguay | 375 | 271 | 0.72 |
| Perú | 1 504 | 1 282 | 0.85 |
| Rep. Dominicana | 308 | 182 | 0.59 |
| Uruguay | 245 | 237 | 0.97 |
| Venezuela | -713 | 3 190 | 4.47 |
| América Latina y el Caribe | 24 963 | 18 462 | 0.74 |

Fuente: Cifras de Balanza de Pagos del FMI. Cifras del PIB de CEPAL.

Cuadro 3

**MEDIA Y DESVIACIÓN ESTANDAR DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES
DE LA CUENTA DE CAPITAL
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE 1977-94**

(Millones de dólares corrientes)

| COMPONENTES CUENTAS DE CAPITAL | MEDIA | DESVIACIÓN ESTANDAR | DESVIACIÓN ESTANDAR/ MEDIA |
|--|---------|------------------------|----------------------------------|
| 1. Inversión directa | 6 693 | 3 617 | 0.54 |
| 2. Inversión de cartera | 8 252 | 15 414 | 1.87 |
| 3. Préstamos a corto y largo plazo | 8 869 | 12 574 | 1.42 |
| Préstamos a largo plazo | 9 466 | 14 347 | 1.52 |
| Préstamos a corto plazo | -597 | 6 953 | 11.64 |
| 4. Saldo en cuenta de capital | 24 963 | 18 462 | 0.74 |
| Transferencias unilaterales oficiales | 1 576 | 943 | 0.60 |
| 5. Saldo en cuenta corriente | -20 961 | 15 454 | 0.74 |
| 6. Variación en reservas | -3 976 | 11 067 | 2.78 |

Fuente: Cifras de Balanza de Pagos del FMI. Cifras del PIB según CEPAL.

El cuadro 4 ilustra la concentración de las entradas de capital externo en la región. Un 85% o más del total de esas entradas en 1977-94 se dirigió a seis de los diecinueve países que figuran en el cuadro 1, en buena parte por el propio tamaño de los países receptores. México captó por sí solo más de un 60% de las entradas netas de capital en 1990-91 y cerca de un 40% en 1992-94. Argentina, Brasil y Chile en conjunto han concentrado al menos un 40% de los flujos en todos los subperíodos, excepto 1990-91. En el caso de Nicaragua, la alta participación que registró en 1983-89 corresponde principalmente a transferencias unilaterales oficiales (cuadro A-2 del anexo).⁴

La literatura sobre movimientos de capital habitualmente denota el período 1992-94 como de altas entradas a la región. Comparado con 1977-81, también de altas entradas, registra una disminución equivalente a un punto porcentual del PIB de la región (cuadro 1). El aspecto más destacado de las elevadas entradas de capital a la región en 1992-94 es el significativo cambio en su composición hacia inversiones de cartera (acciones, bonos y otros títulos transables en bolsa). Mientras el saldo de la cuenta de capital del balance de pagos de la región se incrementó en tres puntos porcentuales del PIB respecto de 1983-89, las inversiones de cartera aumentaron en 2.7 puntos porcentuales. Al mismo tiempo, los préstamos cayeron en el equivalente de 0.5% del PIB, con una caída más marcada en los préstamos a largo plazo⁵ (cuadro 5).

Cuadro 4

CONCENTRACIÓN DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

(Montos acumulados en millones de dólares corrientes)

| PAÍSES | 1977-81 | | 1983-89 | | 1990-91 | | 1992-94 | |
|-------------------------------------|---------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|
| | Montos | del total |
| Argentina | 9 477 | 6.6 | 12 296 | 21.7 | 2 103 | 3.7 | 31 700 | 18.4 |
| Brasil | 46 647 | 32.3 | 13 938 | 24.6 | 6 694 | 11.9 | 26 588 | 15.5 |
| Chile | 13 134 | 9.1 | 8 817 | 15.5 | 4 661 | 8.3 | 10 717 | 6.2 |
| Colombia | 4 781 | 3.3 | 6 152 | 10.8 | ----- | ----- | 5 228 | 3.0 |
| Ecuador | ----- | ----- | ----- | ----- | 1 526 | 2.7 | ----- | ----- |
| México | 40 770 | 28.3 | ----- | ----- | 34 038 | 60.6 | 67 665 | 39.3 |
| Nicaragua | ----- | ----- | 5 287 | 9.3 | ----- | ----- | ----- | ----- |
| Perú | ----- | ----- | 6 330 | 11.2 | 3 938 | 7.0 | 11 225 | 6.5 |
| Venezuela | 7 255 | 5.0 | ----- | ----- | ----- | ----- | ----- | ----- |
| Total seis países | 122 064 | 84.6 | 52 820 | 93.1 | 52 960 | 94.3 | 153 122 | 89.0 |
| Total América Latina y el Caribe | 144 306 | 100.0 | 56 742 | 100.0 | 56 190 | 100.0 | 171 968 | 100.0 |

Fuente: Cifras de Balanzas de Pagos del FMI. Cifras del PIB según CEPAL.

Cuadro 5

**DESGLOSE DE LA CUENTA DE CAPITAL
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE**

(Porcentajes promedio del PIB)

| COMPONENTES CUENTAS DE CAPITAL | 1977-81 | 1983-89 | 1990-91 | 1992-94 | |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|----|
| 1. Inversión directa | 0.9 | 0.7 | 0.8 | 1.0 | b/ |
| 2. Inversión de cartera | 0.2 | 0.0 | 1.4 | 2.7 | b/ |
| 3. Préstamos a corto y largo plazo | 4.1 | 0.5 | 0.1 | 0.0 | b/ |
| Préstamos a largo plazo | 4.1 | 1.0 | -0.3 | 0.0 | |
| Préstamos a corto plazo | 0.1 | -0.5 | 0.4 | 0.0 | |
| 4. Saldo en cuenta de capital a/ | 5.3 | 1.3 | 2.6 | 4.3 | |

Fuente: Cifras de Balanza de pagos del FMI.

a/ 1 + 2 + 3 + (transferencias unilaterales oficiales) + (errores y omisiones).

b/ Las proporciones excluyen los flujos de 1994 de determinados países. Por esta razón, la suma de los componentes de la cuenta de capital no coincide con el saldo de esta cuenta.

Las entradas de capital provenientes de las inversiones de cartera y de los préstamos de corto plazo son volátiles, en el sentido que pueden revertirse con rapidez. Desde este punto de vista, el cambio en la composición hacia una mayor inversión de cartera y una disminución en los préstamos de largo plazo en el período 1992-94, indican un aumento en la volatilidad del capital externo en comparación con períodos anteriores. Esta situación alcanzó principalmente a México y Argentina, considerando que el incremento de las inversiones de cartera da cuenta de tres cuartas partes del incremento en las entradas de capital a esos países entre 1983-89 y 1992-94 (cuadro A-1 del anexo).

2. Países con altas entradas de capital en 1992-94

La calificación de los países de la región según sus entradas de capital toma en cuenta los antecedentes empíricos sobre movimientos de capital entre 1977 y 1995. La experiencia en ese período sugiere que variaciones en las entradas de capital a un determinado país, equivalentes a más de dos puntos porcentuales del PIB en cierto período, constituyen un antecedente importante para categorizar a los países según sus entradas de capital. Un país representativo de "bajas" entradas de capital, equivalente a menos de dos puntos porcentuales del PIB, y que experimenta un aumento en esas entradas en alrededor de dos puntos, calificaría como de entradas "medias" de capital. A su vez, un país representativo de entradas "medias" de capital, con dos a cuatro puntos porcentuales del

PIB, y que registra un aumento de alrededor de dos puntos porcentuales, calificaría como de "altas" entradas. A vía de ejemplos, el cuadro 1 muestra que Argentina experimentó un incremento en las entradas de capital desde 1.6% del PIB en 1983-89 a 4.3% del PIB en 1992-94, con lo pasaría desde una situación de "bajas" entradas de capital a una situación de "altas" entradas. Por su parte, Perú habría pasado de una situación de entradas "medias" de capital en 1983-89 (3.3% del PIB) a una de "altas" entradas en 1992-94 (8.6% del PIB).

Un alto nivel o proporción de entradas de capital no constituye por sí sólo un criterio de ordenamiento adecuado. Diversos países de la región han registrado entradas superiores al promedio de la región, incluso en períodos de altas entradas, pero esa situación condujo a un ajuste a través de un elevado déficit en cuenta corriente que ya tuvo lugar en el pasado. Por ejemplo, Bolivia, tuvo entradas de capital equivalentes a 7.4% del PIB en 1977-81, y de 11.6% en 1992-94 (en comparación con promedios de 5.3% y 4.3% para la región) pero al mismo tiempo registró déficit en cuenta corriente de 8.4% y de 10% del PIB en esos períodos.

Incrementos en las entradas de capital que calificarían a un país como de altas entradas, no se traducen necesariamente en una situación de abundancia de divisas. Esos aumentos pueden constituir el financiamiento a un mayor déficit en la cuenta corriente del balance de pagos, como consecuencia de excesos de gasto agregado (consumo e inversión) en relación al ingreso nacional. Honduras calza con la situación descrita. Sus déficit en cuenta corriente se situaron en 8.6% y 12.6% del PIB en 1983-89 y 1992-94. Por su parte, las entradas de capital alcanzaron a 8.7% y 11.6% del PIB respectivamente en esos períodos.

La respuesta de política económica y los ajustes macroeconómicos frente a una mayor disponibilidad de divisas, no provienen únicamente de incrementos en las entradas de capital. Estos requerimientos también pueden provenir de una disminución en el déficit en cuenta corriente, o bien, de un aumento en el superávit en esa cuenta. A modo de ejemplo, el déficit en cuenta corriente de Chile disminuyó de 6.3% del PIB en 1983-89 a 3.6% en 1992-94, en tanto que las entradas de capital aumentaron desde 6.6% a 8.3% del PIB entre esos períodos.

La discusión anterior lleva a calificar como países de altas entradas de capital en el período 1992-94 a aquellos que registraron al mismo tiempo las siguientes condiciones:

i) incrementos en más de dos puntos porcentuales del PIB en las entradas de capital, o bien, variaciones positivas simultáneas en la cuenta de capital y en la cuenta corriente del balance de pagos (aumentos en el déficit o bien disminuciones en el superávit) equivalentes a ese incremento,

ii) entradas de capital superiores a cuatro puntos porcentuales del PIB (mayores que el promedio de entradas de capital para la región en su conjunto en 1992-94).

El cuadro 6 muestra el comportamiento de las cuentas de capital y de las cuentas corrientes de los balances de pagos (dejando implícita la variación de reservas) de 19 países de la región entre 1977 y 1995. Este cuadro sugiere que en función de los criterios anteriores, los siguientes países calificarían en el grupo de altas entradas de capital en 1992-94: Argentina, Chile, Ecuador, México, Paraguay y Perú. Se optó por excluir a Nicaragua considerando que las altas entradas de capital incluyen un sustancial componente de transferencias unilaterales.

De estos países, Paraguay y Perú mantuvieron altas entradas de capital en 1995. La baja entrada que registró la cuenta de capital del balance de pagos de Chile en ese año, se debe en buena parte a prepagos de su deuda externa cercanos a un 3% del PIB.⁶ Por su parte, Colombia calificaría como un país con altas entradas de capital en 1995.

Cuadro 6
**SALDOS EN CUENTA CORRIENTE Y EN CUENTA DE CAPITAL DE PAÍSES
 DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE**
 (Porcentajes promedio del PIB)

| PAÍSES/AÑOS | 1977-81 | | 1983-89 | | 1990-91 | | 1992-94 | | 1995 a/ | |
|----------------------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| | C.CORR. | C.CAP. |
| Argentina | -0.2 | 1.7 | -2.2 | 1.6 | 1.4 | 0.5 | -3.2 | 4.3 | -0.9 | 0.2 |
| Bolivia | -8.4 | 7.4 | -14.1 | 14.6 | -6.5 | 6.9 | -10.0 | 11.6 | -4.6 | 3.9 |
| Brasil | -4.1 | 4.2 | -0.6 | 0.9 | -0.6 | 0.8 | 0.4 | 2.0 | -2.3 | 3.9 |
| Chile | -8.3 | 11.8 | -6.3 | 6.6 | -1.8 | 7.6 | -3.6 | 8.3 | 0.3 | 1.5 |
| Colombia | -0.4 | 3.1 | -2.3 | 2.4 | 3.4 | -0.6 | -1.9 | 2.7 | -5.1 | 5.6 |
| Costa Rica | -12.2 | 12.5 | -8.3 | 10.1 | -6.3 | 7.6 | -6.6 | 6.3 | -1.5 | 3.6 |
| Ecuador | -7.1 | 7.5 | -5.0 | 4.9 | -4.6 | 7.3 | -3.7 | 5.7 | -3.9 | 1.5 |
| El Salvador | -3.3 | 2.3 | -5.4 | 6.2 | -6.5 | 7.3 | -4.1 | 5.6 | -3.7 | 5.7 |
| Guatemala | -3.4 | 2.9 | -4.3 | 4.6 | -2.4 | 5.2 | -6.2 | 6.5 | -3.7 | 2.3 |
| Haití | -14.4 | 13.4 | -12.4 | 12.4 | -10.1 | 10.3 | -6.8 | 4.7 | -8.8 | 32.3 |
| Honduras | -10.0 | 9.9 | -8.6 | 8.7 | -10.5 | 12.0 | -12.6 | 11.6 | -6.6 | 7.3 |
| México | -4.1 | 4.5 | 0.6 | -0.4 | -4.4 | 6.3 | -7.3 | 6.5 | -0.3 | -6.2 |
| Nicaragua | -11.5 | 9.4 | -36.9 | 38.3 | -42.9 | 44.3 | -49.9 | 49.6 | -37.5 | -26.3 |
| Panamá | -8.5 | 8.7 | 4.6 | -5.0 | -3.3 | 8.1 | -2.4 | 3.9 | -8.3 | 9.7 |
| Paraguay | -5.8 | 10.4 | -7.9 | 6.4 | -5.2 | 9.7 | -10.3 | 10.5 | -14.7 | 15.2 |
| Perú | -2.8 | 4.5 | -3.1 | 3.3 | -3.6 | 5.1 | -5.5 | 8.6 | -6.8 | 7.0 |
| Rep. Dominicana | -7.4 | 7.7 | -5.4 | 5.5 | -1.6 | 3.7 | -3.5 | 2.4 | 1.4 | -0.2 |
| Uruguay | -4.5 | 6.4 | -1.0 | 2.0 | 1.0 | 0.7 | -2.3 | 3.1 | -2.2 | 3.5 |
| Venezuela | -1.6 | 4.5 | 1.1 | -2.9 | 10.4 | -5.2 | -0.9 | -0.1 | 2.1 | -4.8 |
| América Latina y el Caribe | -4.3 | 5.3 | -1.3 | 1.3 | -1.0 | 2.6 | -3.2 | 4.3 | -1.9 | 1.6 |

Fuente: Cifras de Balanzas de Pagos del FMI. Cifras del PIB en dólares corrientes según CEPAL.

a/ Las cifras de 1995 consideran la nueva definición de "Cuenta de Capital y Financiera" del FMI.

II. EPISODIO DE ALTAS ENTRADAS DE CAPITAL A UN GRUPO DE PAÍSES DE LA REGIÓN EN 1992-94

1. Incentivos a entradas de capital financiero

Las entradas de capital financiero en la forma de fuertes inversiones de cartera a un grupo de países de región en los noventa, se originaron en una combinación simultánea de factores internos y externos favorables a esos países (Calvo, Leiderman, y Reinhart, 1993).

Entre los factores externos destacan las bajas tasas de interés en Estados Unidos en la primera mitad de los noventa, y la apertura de los mercados de capital de ese país a la colocación de valores de emisores de países de la región. Las tasas nominales pasivas (depósitos) cayeron desde un 8.7% en 1989-90 a 3.8% en 1992-94, en tanto que las tasas nominales activas (préstamos) se redujeron desde un 10.5% a un 6.5% en esos períodos. La regla 144 A de la Comisión de Valores de Estados Unidos de abril de 1990, facilitó la colocación de valores en los mercados de capital de ese país mediante ADR (American Depository Receipts), GDR (Global Depository Receipts), y en otras economías industrializadas principalmente mediante eurobonos y otros títulos⁷ (Caro, 1994).

Los factores internos se desprendieron de la liberalización de las tasas de interés y el crédito; la promoción de los mercados de capital; la privatización de empresas y el acceso de inversionistas extranjeros a su propiedad; la apertura de la cuenta de capital del balance de pagos; y los avances de las políticas de estabilización; todas las cuales formaron parte de las reformas económicas y financieras en los países con altas entradas de capital. Importantes reformas financieras y/o políticas de estabilización se iniciaron poco antes o tuvieron lugar en forma prácticamente simultánea con altas entradas de capital en Argentina, Ecuador, México, Perú y Paraguay. En el caso de Chile, las elevadas entradas de capital en los noventa, contaron con reformas al sistema financiero y los mercados de capital que se hicieron a lo largo de la década del ochenta y con una economía en franca estabilización aunque sujeta a difundidas prácticas de indización (cuadro A-3 del anexo).

Estas medidas disminuyeron el riesgo-país (menor probabilidad de restricciones o perturbaciones en el acceso al mercado de divisas en transacciones de salidas de capital); ocasionaron un bajo riesgo cambiario (baja probabilidad de acceder al mercado de divisas en transacciones de salida de capital a un tipo de cambio más alto que el que rigió al entrar capital); y crearon altas expectativas de rentabilidad de las inversiones financieras en los países receptores. La combinación de estos factores mejoró la relación rentabilidad/riesgo de las inversiones en esos países.

i) Calificaciones riesgo-país

Las agencias internacionales especializadas evalúan el riesgo —país a partir de su estabilidad política, la credibilidad de sus reformas económicas y sus políticas de estabilización, y las normas de su régimen monetario y cambiario. Estas normas establecen las condiciones que rigen la determinación del tipo de cambio y el acceso al mercado de divisas; de la inversión extranjera y los movimientos de capital; de las tasas de interés y el crédito, y otros aspectos relativos a las reglas del juego en el sistema financiero y los mercados de capital.

El cuadro A-4 del anexo muestra las calificaciones riesgo-país de las economías con altas entradas de capital en 1992-94. Las calificaciones mejoraron en forma gradual pero sólo Chile y Colombia lograron un "grado de inversión" (investment grade) en 1993 y 1994 respectivamente.

ii) Política cambiaria y riesgo cambiario

La reducción del riesgo cambiario jugó un destacado papel en la atracción de flujos financieros a los países de la región con altas entradas de capital en 1992-94. En la medida que esas entradas tuvieron lugar, alentaron incluso expectativas de revaluación de la moneda nacional en esos países, lo que a su vez incentivó nuevas entradas.

El Pacto de Estabilidad que se acordó en México en 1989 reforzó el papel estabilizador del tipo de cambio. La banda de flotación cambiaria contempló un piso nominal fijo y un techo que se deslizaba con pequeñas variaciones preanunciadas diarias,⁸ lo que permitió proyectar la variación del tipo de cambio (nominal). La inflación anual cayó desde un 29.9% en 1990 a 7.1% en 1994. Pero, esta política también opacó el riesgo cambiario. Mientras la inflación acumulada se situó en 53.7% entre 1991 y de 1994, la variación acumulada del tipo de cambio nominal (del dólar) alcanzó a 17.8% en ese período.⁹

La ley de convertibilidad de abril de 1991 introdujo en Argentina un régimen monetario y cambiario anclado en un tipo de cambio nominal fijo, como parte de un ambicioso programa de estabilización. La inflación cayó desde un 84% en 1991 a 3.9% en 1994 (y a 1.6% en 1995), similar a la de los países industrializados. Sin embargo, la política de tipo de cambio nominal fijo anuló el riesgo cambiario.¹⁰ Mientras la inflación acumulada entre el primer trimestre de 1991 y el cuarto trimestre de 1994 alcanzó al 81.7%, la variación acumulada del tipo de cambio nominal (del dólar) alcanzó a 3.8% en ese período.

La política cambiaria de Chile ha contemplado a partir de 1991 una paridad cambiaria, o centro de la banda, y una banda en la cual puede fluctuar el tipo de cambio de mercado. El centro de la banda persigue otorgar señales de mediano plazo del tipo de cambio real a la actividad exportadora. Por su parte, la flotación dentro de la banda posibilita riesgo cambiario con miras a desincentivar entradas de capital de corto plazo.¹¹

Esta política ha estado sujeta a ajustes, ante el fortalecimiento de la situación y perspectivas del sector externo desde fines de los ochenta. Cambios importantes incluyeron la aplicación de un 20% de encaje a los créditos externos en junio de 1991 (el que posteriormente subió a un 30% y se aplicó a otras entradas de capital financiero según se señala en la sección sobre política); la ampliación del rango de la banda de un 5% a un 10% en enero de 1992; la flotación "sucia" dentro de esa banda a partir de marzo de 1992; la ligazón del tipo de cambio de referencia de la banda a una canasta de monedas en vez del dólar en julio de 1992, la revaluación del centro de la banda en 5% en enero de 1992 y en 9.7% en noviembre de 1994; y la inclusión de una ganancia comparativa

de productividad anual de un 2% en la regla que determina el tipo de cambio de referencia en diciembre de 1995.

Estas medidas contribuyeron a despegar el tipo de cambio de mercado del piso de la banda, pero la mantención del riesgo cambiario ha sido relativizada por la persistencia del primero en caer hacia ese piso y por la caída en el tipo de cambio de referencia. Mientras la inflación acumulada entre fines de 1990 y 1994 alcanzó a 63,5%, el tipo de cambio nominal (del dólar) subió un 37.7% en ese período.

Ecuador, Paraguay y Perú tuvieron en 1992-94 regímenes de flotación cambiaria con intervenciones del Banco Central en el mercado de divisas, en presencia de políticas de estabilización. Revaluaciones de las monedas nacionales denotan igualmente un bajo riesgo cambiario, en parte ante las propias entradas de capital. Las variaciones acumuladas del tipo de cambio nominal (del dólar) y de la inflación entre fines de 1990 y fines de 1994 alcanzaron en Ecuador a 186% y 292%; y en Paraguay a 55.4% y 87.4% respectivamente. En Perú, entre fines de 1991 y 1994, las variaciones acumuladas del tipo de cambio nominal (del dólar) y de la inflación se situaron en 127% y 218%.¹²

Colombia introdujo a comienzos de 1994 un sistema cambiario basado en una paridad central que se mueve de acuerdo con una determinada regla¹³ y una banda cambiaria de 15%. Este sistema incluye reservas o encajes a los préstamos en moneda extranjera, los que se habían introducido en 1993 y fueron modificados en 1994 según el plazo de esos préstamos (véase sección sobre política). La presión del mercado condujo a reapreciar la paridad central en 7% en diciembre de 1994. La incertidumbre política llevó el tipo de cambio de mercado a la cota superior de la banda a mitades de 1995, motivando al Banco de la República a defender la moneda nacional (Le Fort y Budnevich, 1995). Sin embargo, entre fines de 1993 y 1995, las variaciones acumuladas del tipo de cambio nominal (del dólar) y de la inflación alcanzaron a 16.3% y 46.1% respectivamente.

iii) *Rentabilidad de las inversiones financieras*

El cuadro A-5 del anexo presenta las tasas reales de interés activas (préstamos) y pasivas (depósitos) que acompañaron la liberalización financiera y/o la estabilización de precios, en los países con altas entradas de capital en 1992-94. Las tasas reales de interés activas han tendido a permanecer elevadas, situación que apunta hacia la credibilidad de la desinflación, fallas en la regulación y supervisión prudencial que no limitan las demandas de crédito riesgosas en bancas desreguladas, altos costos de transacción bancarios, insuficiencia de ahorro nacional y otros factores. En el caso de Chile, una política monetaria orientada a controlar el gasto agregado a través de las tasas de interés, ha requerido de tasas reales de interés activas anuales (en moneda nacional) que se situaron en promedio en torno a un 10% en ese período.

Las diferencias o "spread" entre las tasas nominales domésticas e internacionales sobre préstamos se situaron en Chile, Colombia, Ecuador, Paraguay y Perú en promedio en 6.4%, 13.4%, 11.2%, 9.1% y 37.7% al año en 1992-94 respectivamente. Estas diferencias se obtuvieron ajustando las tasas domésticas por la variación en el tipo de cambio (como aproximación al riesgo cambiario), y además, para Chile y Colombia, por el efecto de un encaje o reserva de un 30% a las entradas de capital financiero.¹⁴ Estos diferenciales motivaron a instituciones financieras y agentes domésticos a captar recursos en los mercados internacionales de capital. Por su parte, las tasas de interés domésticas sobre depósitos más altas que las de Estados Unidos (y de otros países industrializados), igualmente definidas y ajustadas, incentivaron a inversionistas extranjeros a canalizar

recursos hacia la región en 1992-94. Las diferencias promedio entre las tasas nominales de depósito alcanzaron en Argentina, Chile, Colombia, México y Paraguay en promedio en ese período a: 6.4%, 4.5%, 8.4%, 6.7%, y 4.1% al año respectivamente (cuadro 7).

El cuadro 8 presenta índices de precios en dólares de acciones en bolsas de valores "emergentes" de países de la región. Los índices hacia 1990 reflejan la subvaloración de las acciones domésticas, considerando las expectativas de beneficios generadas por las reformas económicas y las mayores relaciones precio/utilidad a las que podían colocarse acciones mediante ADR en los mercados de capital de Estados Unidos. Entre 1990 y el tercer trimestre de 1994 estos índices se triplicaron en Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México, y se duplicaron en Perú, originando substanciales ganancias para los inversionistas de cartera, en parte, por la lenta evolución de los tipos nominales de cambio en los países receptores de capital.

2. Captación de fondos externos mediante títulos y valores

Los incentivos a las entradas de capital financiero precipitaron un salto en la colocación de acciones y bonos en los mercados internacionales de capital. El total de las emisiones de bonos y acciones se multiplicó en más de diez veces en 1993, y casi ocho veces en 1994-95, en comparación con 1990 (cuadro 9).

Argentina, Brasil, Chile y México captaron más del 90% de las inversiones de cartera en 1992-95. México por sí solo obtuvo cerca del 40% del total. Las inversiones de cartera en ese país pasaron desde valores ligeramente negativos en 1983-89, a 1.3% del PIB en 1990-91, y a 5.2% del PIB en 1992-94, constituyendo de lejos el principal componente de sus entradas de capital en ese trienio.

3. Comportamiento del ahorro nacional

Las igualdades (1a), (1b), y (1c) muestran relaciones contables básicas entre los saldos del balance de pagos, el ahorro, y la inversión, y donde todas las variables involucradas se han definido como proporciones del Producto Interno Bruto (PIB). La primera igualdad indica que el déficit en cuenta corriente del balance de pago (-scc), refleja un gasto agregado (g) que excede el ingreso nacional (y). La segunda igualdad mide el ahorro externo como saldo de esa cuenta. Este saldo es a su vez igual al saldo de la cuenta de capital de ese balance (sck), más la variación de las reservas internacionales con su respectivo signo (dr). La tercera igualdad señala las principales fuentes de financiamiento de la inversión interna bruta (iib): el ahorro nacional bruto (anb) y el ahorro externo (ax).

$$-scc = g - y \quad (1a)$$

$$ax = -scc = sck + dr \quad (1b)$$

$$iib = anb + ax \quad (1c)$$

La igualdad (1b) indica que el ahorro externo, o saldo de la cuenta corriente del balance de pagos con signo menos, es igual al saldo de la cuenta de capital, sólo si la variación de reservas internacionales es nula. Si se acumulan reservas, el ahorro externo será inferior a las entradas de capital.

Un reordenamiento de las igualdades (1a) y (1b) en la forma: $g = y + ax$, señala que el ahorro externo proveniente de entradas de capital sitúa el gasto agregado, ya sea en consumo o inversión, por encima del ingreso nacional.

Cuadro 7
DIFERENCIAL ENTRE LAS TASAS DE INTERÉS PASIVAS (dp) Y ACTIVAS (da)
PAÍSES CON ALTAS ENTRADAS DE CAPITAL EN 1992-94
(en %)

| PAÍSES | 1989 | | 1990 | | 1991 | | 1992 | | 1993 | | 1994 | | 1995 | |
|-----------|---------|---------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|
| | dp. | da. | dp. | da. | dp. | da. | dp. | da. | dp. | da. | dp. | da. | dp. | da. |
| Argentina | n.d | n.d | 32.54 | n.d | -23.02 | n.d | 8.93 | n.d | 6.95 | n.d | 3.37 | n.d | n.d | n.d |
| Chile | 8.06 | 13.75 | 14.69 | 20.33 | 0.97 | 3.79 | 10.27 | 13.15 | 2.86 | 5.47 | 6.18 | 8.70 | 14.43 | 16.21 |
| Colombia | -4.54 | 0.91 | -4.26 | 0.59 | 2.71 | 8.17 | 1.96 | 8.22 | 7.50 | 12.94 | 27.56 | 36.39 | 16.53 | 23.24 |
| Ecuador | -28.72 | -36.38 | -9.76 | -15.76 | -1.97 | -0.82 | -3.56 | 2.99 | 2.32 | 12.17 | 12.13 | 18.65 | 16.84 | 24.51 |
| Mexico | 16.79 | n.d | 9.66 | n.d | 3.31 | n.d | 9.12 | n.d | 11.51 | n.d | -0.07 | n.d | -32.74 | n.d |
| Paraguay | -9.09 | n.d | -2.59 | 2.50 | 7.87 | 16.77 | 2.45 | 6.78 | 0.07 | 4.58 | 9.65 | 15.81 | 11.62 | 18.23 |
| Perú | 1126.50 | 1504.98 | -8.16 | n.d | -40.03 | 98.66 | -4.68 | 63.53 | -12.86 | 17.68 | 6.20 | 32.00 | 7.08 | 24.24 |

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1996.

dp.: Diferencial entre la tasa pasiva del respectivo país y Estados Unidos.

da.: Diferencial entre la tasa activa del respectivo país y Estados Unidos.

Cuadro 8

**ÍNDICES DE PRECIOS EN DÓLARES DE BOLSAS DE VALORES
PAÍSES DE AMÉRICA LATINA**

(diciembre 1994 = 100)

| PAÍSES | 1994 | | | | 1995 | | | |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | I | II | III | IV |
| Argentina | 22.6 | 111.0 | 79.9 | 133.5 | 120.4 | 130.5 | 92.9 | 92.0 |
| Brasil | ... | ... | 31.3 | 59.7 | 81.6 | 114.6 | 78.3 | 75.5 |
| Chile | 25.6 | 48.6 | 54.5 | 70.8 | 71.9 | 97.4 | 116.3 | 91.8 |
| Colombia | 16.0 | 44.0 | 59.8 | 78.9 | 116.0 | 109.5 | 95.1 | 69.0 |
| México | 49.0 | 98.1 | 116.7 | 170.4 | 150.1 | 164.1 | 72.0 | 61.7 |
| Perú | ... | ... | 48.7 | 65.8 | 80.7 | 99.6 | 106.2 | 98.3 |
| Promedio | ... | ... | ... | 101.7 | 105.4 | 127.2 | 85.0 | 76.2 |

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras proporcionadas por la Corporación Financiera Internacional.

Cuadro 9

**EMISIONES INTERNACIONALES DE ACCIONES (A) Y BONOS (B) a/
PAÍSES DE LA REGIÓN**

(millones de dólares)

| PAÍSES | 1990 | | 1991 | | 1992 | | 1993 | | 1994 | | 1995 | |
|-------------------------------|------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|------|--------|
| | A | B | A | B | A | B | A | B | A | B | A | B |
| Argentina | -- | 21 | 360 | 795 | 392 | 1 570 | 2 655 | 6 308 | 735 | 5 319 | -- | 6 354 |
| Brasil | -- | 200 | -- | 1 837 | 133 | 3 655 | -- | 6 465 | 1 028 | 3 998 | 296 | 7 041 |
| Chile | 98 | -- | -- | 200 | 129 | 120 | 288 | 322 | 799 | 155 | 224 | 500 |
| Colombia | -- | -- | -- | 100 | -- | 100 | 98 | 567 | 207 | 955 | 71 | 1 093 |
| México | -- | 2 477 | 3 531 | 3 782 | 3 077 | 6 100 | 2 913 | 11 339 | 1 679 | 6 949 | -- | 7 646 |
| Perú | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 26 | 30 | 133 | 100 | -- | -- |
| América Latina y el Caribe b/ | 98 | 3 124 | 3 891 | 7 522 | 3 965 | 12 679 | 6 022 | 28 946 | 4 704 | 18 455 | 962 | 23 799 |

Fuente: CEPAL sobre la base de datos proporcionados por el Banco Mundial, el FMI y Euromoney.

a/ Las acciones incluyen ADR y GDR correspondientes a emisiones primarias y los bonos se refieren a colocaciones brutas.

b/ Incluye además otros países.

La igualdad (1c) indica que si el ahorro nacional no disminuye al incrementarse el ahorro externo (y se ha controlado el efecto de otras variables sobre el ahorro nacional), ese incremento se traducirá en un aumento al menos igual en la inversión interna. En este caso, el ahorro externo "complementa" enteramente el ahorro nacional. En cambio, si la inversión no aumenta, el incremento del ahorro externo implicará al menos una caída igual en el ahorro nacional. En este caso, el ahorro externo sustituye totalmente ahorro nacional. En consecuencia, si el incremento en el ahorro externo se traduce en un aumento menor en la inversión interna, se produce una sustitución parcial de ahorro externo por ahorro nacional. En todo caso, la inversión interna se situará por encima de la que se habría logrado sin ese incremento de ahorro externo.

i) Sustitución de ahorro nacional por ahorro externo

El cuadro 10 desglosa el comportamiento de las proporciones de ahorro nacional, ahorro externo e inversión interna (todos a precios corrientes) en el grupo de países con altas entradas de capital en 1992-94. Aumentos en el ahorro externo coincidieron con importantes disminuciones en el ahorro nacional en Argentina, Paraguay, Perú y México. En los primeros tres países la inversión permaneció prácticamente invariada en comparación con 1983-89. En México, esa proporción aumentó en sólo dos puntos porcentuales del PIB frente a un aumento en el ahorro externo que superó siete puntos porcentuales del PIB en 1992-94.

En esos países, el incremento en el consumo se situó en alrededor de cuatro o más puntos porcentuales del PIB en 1992-94, en comparación con 1983-89. En Chile y en Ecuador, caídas en el ahorro externo coincidieron con aumentos en el ahorro nacional, y por consiguiente, con caídas en sus proporciones de consumo, entre 1983-89 y 1992-94. En el caso de Chile, el ahorro nacional bruto aumentó desde un 13.6% en 1983 a un 22.9% en 1992-94 (y a cerca del 26% en 1994-95).

Por su parte, el consumo y las importaciones de bienes de consumo como proporciones del PIB, se incrementaron en promedio en alrededor del 60% y del 50% del aumento en las entradas de capital a esos países respectivamente (cuadro 11).

Los antecedentes anteriores sugieren una importante sustitución entre ahorro externo y ahorro nacional en la región. Estudios estadísticos que controlan otras variables que influyen sobre el ahorro nacional, han mostrado que un aumento del ahorro externo en un punto porcentual del PIB, ha reducido el ahorro nacional en alrededor de medio punto porcentual en la región (CEPAL, 1996).

ii) Factores en la sustitución de ahorro nacional

La concurrencia de medidas de liberalización financiera con elevados déficit en cuenta corriente en varios países con altas entradas de capital en 1992-94, pusieron de manifiesto el "síndrome" que Goos observó en experiencias similares en los países escandinavos y en Inglaterra: caídas en el ahorro, un importante incremento en el financiamiento del consumo más que de la inversión, y deterioros en la cuenta corriente del balance de pagos (Goos, 1996).

El principal factor que condujo a estos resultados en esas experiencias fue el crédito de la banca al sector privado para financiar consumo. En los países de la región con altas entradas de capital en 1992-94, el crédito bancario habría jugado un papel similar (Sachs, Tornell y Velasco, 1996). El crédito al sector privado como proporción del PIB se duplicó entre 1990 y 1994 en Ecuador, México, Paraguay y Perú (cuadro 12).

Cuadro 10
**AHORRO NACIONAL BRUTO (anb), AHORRO EXTERNO (ax),
 INVERSIÓN INTERNA BRUTA (iib)**
PAÍSES CON ALTAS ENTRADAS DE CAPITAL
 (porcentajes promedio del PIB)

| PAÍSES/PERÍODOS | anb | ax | iib |
|-----------------------------------|------|------|------|
| Argentina a/ | | | |
| 1976-81 | 23.0 | 2.2 | 0.3 |
| 1983-89 | 17.4 | 1.1 | 18.5 |
| 1990-91 | 15.0 | -0.7 | 14.3 |
| 1992-94 | 15.0 | 3.4 | 18.3 |
| Chile | | | |
| 1976-81 | 12.0 | 5.7 | 17.6 |
| 1983-89 | 13.6 | 5.8 | 19.4 |
| 1990-91 | 22.4 | 1.1 | 23.4 |
| 1992-94 | 22.9 | 2.8 | 25.7 |
| Ecuador | | | |
| 1976-81 | 20.6 | 4.9 | 25.6 |
| 1983-89 | 13.8 | 6.0 | 19.8 |
| 1990-91 | 17.5 | 2.3 | 19.8 |
| 1992-94 | 18.7 | 2.3 | 21.0 |
| México | | | |
| 1976-81 | 21.1 | 3.8 | 24.9 |
| 1983-89 | 21.1 | -0.9 | 20.2 |
| 1990-91 | 18.5 | 3.6 | 22.1 |
| 1992-94 | 15.6 | 6.9 | 22.5 |
| Paraguay | | | |
| 1976-81 | 22.8 | 4.3 | 27.1 |
| 1983-89 | 19.5 | 4.0 | 23.5 |
| 1990-91 | 17.5 | 6.3 | 23.8 |
| 1992-94 | 15.7 | 7.3 | 23.1 |
| Perú | | | |
| 1976-81 | 19.1 | 4.4 | 23.5 |
| 1983-89 | 20.2 | 2.5 | 22.8 |
| 1990-91 | 18.2 | 2.4 | 20.6 |
| 1992-94 | 17.9 | 4.6 | 22.5 |
| América Latina y el Caribe | | | |
| 1976-81 | 20.5 | 3.8 | 23.2 |
| 1983-89 | 20.2 | 0.5 | 16.9 |
| 1990-91 | 19.7 | 0.8 | 17.7 |
| 1992-94 | 18.3 | 2.9 | 21.0 |

Fuente: CEPAL, Anuarios Estadísticos.

a/ Estimaciones a partir de la inversión interna bruta y del ahorro externo.

Cuadro 11

**ENTRADAS DE CAPITAL, CONSUMO, IMPORTACIONES E IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO
PAÍSES CON ALTAS ENTRADAS DE CAPITAL EN 1992-94**

| PAÍSES | ENTRADAS DE CAPITAL | | | CONSUMO | | | IMPORTACIONES | | | IMPORTACIONES DE CONSUMO | | |
|-----------|---------------------|---------|------------------------------|---------|---------|------------------------------|---------------|---------|------------------------------|--------------------------|---------|------------------------------|
| | 1983-89 | 1992-94 | Varia- ción a/ 1992-94 | 1983-89 | 1992-94 | Varia- ción a/ 1992-94 | 1983-89 | 1992-94 | Varia- ción a/ 1992-94 | 1983-89 | 1992-94 | Varia- ción a/ 1992-94 |
| Argentina | 1.6 | 4.3 | 2.7 | 78.1 | 83.6 | 5.5 | 6.2 | 8.5 | 2.3 | 0.3 | 1.4 | 1.1 |
| Chile | 6.6 | 8.3 | 1.7 | 77.5 | 73.2 | -4.4 | 26.2 | 28.3 | 2.1 | 2.3 | 3.6 | 1.3 |
| Ecuador | 4.9 | 5.7 | 0.8 | 79.3 | 78.1 | -1.2 | 24.9 | 26.7 | 1.7 | 1.4 | 2.7 | 1.3 |
| México | -0.4 | 6.5 | 6.9 | 75.0 | 82.5 | 7.5 | 12.5 | 17.6 | 5.1 | 1.0 | 3.7 | 2.7 |
| Paraguay | 6.4 | 10.5 | 4.1 | 80.1 | 84.6 | 4.6 | 27.5 | 44.1 | 16.6 | 3.4 | 9.3 | 5.9 |
| Perú | 3.3 | 8.6 | 5.3 | 77.0 | 80.8 | 3.8 | 14.3 | 14.5 | 0.2 | 1.1 | 2.1 | 1.0 |
| Promedio | 1.2 | 5.9 | 4.7 | 76.5 | 81.3 | 2.6 | 12.0 | 15.2 | 2.9 | 1.6 | 3.8 | 2.2 |

Fuente: Cifras de entradas de capital del FMI. Cifras de consumo e importaciones de CEPAL.
a/ Puntos porcentuales.

Cuadro 12

**CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO COMO PORCENTAJE DEL PIB
PAÍSES CON ALTAS ENTRADAS DE CAPITAL EN LOS NOVENTA**

| | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| CRÉDITO SECTOR PRIVADO | | | | | | | |
| Argentina | n.c. | 15.5 | 12.5 | 16.1 | 16.5 | n.d. | n.d. |
| Chile | 48.1 | 45.9 | 44.0 | 45.4 | 49.3 | 48.5 | 51.0 |
| Colombia | n.d. | 15.6 | 13.4 | 14.6 | 17.6 | 18.2 | n.d. |
| Ecuador | 11.4 | 12.2 | 13.6 | 13.8 | 17.4 | 23.4 | n.d. |
| México | 15.9 | 20.4 | 26.1 | 32.7 | 36.7 | 46.3 | 35.0 |
| Paraguay | 10.8 | 12.0 | 14.9 | 17.7 | 19.4 | 21.2 | 21.6 |
| Perú | 7.1 | 6.9 | 5.1 | 7.8 | 9.4 | 12.0 | 14.6 |

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1996.

Otros factores también incentivaron el consumo en los países con altas entradas de capital en 1992-94: efecto riqueza ligado a la rápida apreciación de las acciones (cuadro 8), los activos financieros, los inmuebles y otros bienes no transables; reformas comerciales que rebajaron los aranceles promedio a la importación al rango 10-15% (cuadro A-6 del anexo) en presencia de caídas en el tipo de cambio real (cuadro 13); y ajuste en los patrones de consumo en países con renovado acceso al financiamiento externo y que debieron reprimir su consumo durante su fase de ajuste a la crisis de la deuda externa en la década del ochenta.

La sustitución de ahorro no es visible en el ahorro nacional de Chile, pero ocurrió a nivel del ahorro de las personas. Estas últimas registraron un ahorro prácticamente nulo en 1992-94, no obstante que su ahorro previsional mandatorio alcanzó al orden de 3.5% del PIB en ese período (Arrau, 1996). Un desahorro voluntario similar señala que no han sido inmunes a la onda de consumo que ha afectado a los países con altas entradas de capital.

La inversión extranjera directa al Ecuador fue de 2.5% del PIB en 1992-94, siendo el porcentaje más alto entre los países con elevadas entradas de capital (cuadro A-1 del anexo). Ecuador tampoco registró un efecto riqueza, al no contar con un mercado doméstico de capital que hubiera incorporado importantes flujos internacionales de capital. Estos factores parecen importantes en la falta de sustitución de ahorro nacional por ahorro externo en ese período.

4. Déficit en cuenta corriente y caída del tipo de cambio real

Las entradas de capital pueden destinarse a dos fines alternativos: el financiamiento de déficit en la cuenta corriente del balance de pagos y la acumulación de reservas internacionales por parte del Banco Central (igualdad 1b). Esta acumulación se facilita si las compras de divisas pueden financiarse con ahorro nacional.

El cuadro 13 presenta las entradas de capital, los saldos en cuenta corriente y la variación en las reservas internacionales, todos como proporciones del PIB, y el comportamiento del tipo de cambio real (efectivo de las exportaciones) en países de la región en 1992-94, tomando como base el tipo de cambio real de 1990. Cinco de los países que calificaron como de altas entradas de capital en ese período (Argentina, Ecuador, México, Paraguay y Perú) canalizaron dos terceras partes o más de esas entradas hacia la cuenta corriente, y por lo tanto, un tercio o menos a la acumulación de reservas internacionales. El ahorro nacional en esos países, salvo Ecuador, se estancó o incluso cayó (cuadro 10), lo que limitó la capacidad de sus Bancos Centrales para acumular reservas. En estos países, salvo Paraguay, los tipos de cambio reales cayeron en más de 20% en 1992-94 en comparación con 1989-90.

El Banco Central de Chile captó principalmente ahorro previsional para financiar una acumulación de reservas internacionales equivalente a casi dos terceras partes de las entradas de capital en 1992-94. La colocación de valores del Banco Central en los fondos de pensiones (casi un 40% de esos fondos), logró déficit en cuenta corriente en 1992-94 de 3% a 4% del PIB, no obstante entradas de capital equivalentes a más del 8% del PIB en ese período (cuadro 13). Esto contribuyó a que el tipo de cambio real registre la menor caída entre los países con altas entradas de capital en ese período.

Esta evidencia sugiere que las elevadas entradas de capital en 1992-94 se asociaron con significativas caídas en el tipo de cambio real. El aumento del ahorro nacional y su aplicación a una importante acumulación de reservas internacionales, permitió en casos aislados amortiguar este proceso.

Cuadro 13
**DESTINO DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL COMO PORCENTAJES DEL PIB EN 1992-94 Y
 COMPORTAMIENTO DEL TIPO DE CAMBIO REAL
 PAÍSES DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE**

| PAÍS | ENTRADAS DE CAPITAL (1) | VARIACIÓN EN RESERVAS (2) | SALDO EN CTA.CRTE. (3) | VAR.RESERVAS/ ENTRADAS CAP. (4)=(2)/(1) | SALDO C.CRTE./ ENTRADAS CAP. (5)=(3)/(1) | TC REAL (1990 = 100) PROMEDIO 1992-94 | 1995 |
|---|-------------------------------|---------------------------------|------------------------------|---|--|---|-------|
| PAÍSES CALIFICADOS DE ALTAS ENTRADAS | | | | | | | |
| Argentina | 4.3 | 1.0 | -3.2 | 24.5 | 74.2 | 76.6 | 87.0 |
| Chile | 8.3 | 5.1 | -3.6 | 61.9 | 42.9 | 96.1 | 92.4 |
| Ecuador | 5.7 | 2.0 | -3.7 | 34.4 | 65.6 | 85.6 | 78.8 |
| México | 6.5 | -0.8 | -7.3 | -12.6 | 113.0 | 81.9 | 121.1 |
| Paraguay | 10.5 | 0.2 | -10.3 | 1.9 | 98.1 | 93.4 | 106.8 |
| Perú | 8.6 | 3.1 | -5.5 | 36.4 | 63.9 | 82.9 | 85.6 |
| OTROS PAÍSES | | | | | | | |
| Bolivia | 11.6 | 1.9 | -10.0 | 16.4 | 86.3 | 119.7 | 126.6 |
| Brasil | 2.0 | 2.4 | 0.4 | 121.8 | -21.3 | 112.6 | 70.6 |
| Colombia | 2.7 | 1.0 | -1.9 | 36.5 | 71.6 | 83.9 | 74.9 |
| Costa Rica | 6.3 | -0.2 | -6.6 | -3.9 | 104.2 | 101.6 | 98.6 |
| El Salvador | 5.6 | 3.9 | -4.1 | 70.3 | 73.5 | 89.8 | 81.9 |
| Guatemala | 6.5 | 0.3 | -6.2 | 5.4 | 94.7 | 86.8 | 82.6 |
| Haití | 4.7 | 2.6 | -6.8 | 54.9 | 143.0 | 99.6 | 80.5 |
| Honduras | 11.6 | -0.3 | -12.6 | -2.7 | 108.5 | 113.4 | 112.3 |
| Nicaragua | 49.6 | -0.3 | -49.9 | -0.6 | 100.6 | 108.8 | 118.9 |
| Panamá | 3.9 | 1.4 | -2.4 | 36.3 | 63.0 | n.d. | n.d. |
| Rep. Dominicana | 2.4 | -0.8 | -3.5 | -31.9 | 144.5 | 97.8 | 93.5 |
| Uruguay | 3.1 | 0.8 | -2.3 | 26.5 | 73.9 | 78.3 | 79.4 |
| Venezuela | -0.1 | -1.1 | -0.9 | 1094.8 | -929.5 | 90.0 | 70.6 |
| América Latina y el Caribe | 4.3 | 1.1 | -3.2 | 26.2 | 74.9 | - | - |

Fuente: Cifras de Balanza de Pagos del FMI. Tipos de cambio real efectivos de las exportaciones según CEPAL.

5. Riesgos macroeconómicos asociados a los movimientos de capital

Elevadas entradas de capital exponen a los países receptores a tres riesgos macroeconómicos. Primero, al riesgo de desequilibrio externo ante una fase expansiva del gasto agregado con altos déficit en cuenta corriente y rezagos cambiarios que pueden situar el tipo de cambio real fuera de su trayectoria de equilibrio de mediano y largo plazo.¹⁶ Este riesgo torna a esos países dependientes de continuas altas entradas de capital, y por lo tanto, vulnerables a caídas en esos flujos. Segundo, al riesgo de inestabilidad en sus sistemas financieros, ante fuertes expansiones del crédito que pueden contener un considerable riesgo, y cuyo financiamiento también depende del capital externo y de su permanencia en el sistema financiero doméstico. Tercero, al riesgo de ajustes recesivos ante bruscas caídas o reversiones en los flujos de capital.

Los riesgos macroeconómicos derivados de elevadas entradas de capital a un grupo de países de la región en los noventa se limitaron a pocos países. Esta situación se debe a los requisitos de transparencia y evaluación de riesgo que caracteriza a la emisión y colocación de valores en los mercados de capital de Estados Unidos y de los países industrializados, a la concentración de las inversiones internacionales de cartera en pocos países de la región, y a las políticas de captación de capital externo en algunos de los países sujetos a altas entradas de capital en ese período. Estos factores previnieron una amplia propagación de los riesgos macroeconómicos en la región, tal como los que trajeron consigo el acceso al crédito de la banca internacional en 1977-81 y el generalizado problema de deuda externa a que dio lugar.

El cuadro 14 muestra las tasas de variación del gasto agregado y del PIB, y los saldos de la cuenta corriente y de capital del balance de pagos como proporciones del PIB, para la región y los países que registraron altas entradas de capital en 1992-94. El gasto agregado y el PIB de América Latina y el Caribe registraron una considerable expansión pero un importante déficit en cuenta corriente en ese período de altas entradas de capital. En 1983-89 y 1995, años de bajas entradas de capital, la región presenta reducidos ritmos de crecimiento del gasto agregado y del PIB, y menores o bajos déficit en cuenta corriente. Entre los países con altas entradas de capital en 1992-94, Argentina y México exhiben marcadas fases expansivas y contractivas de gasto agregado y del PIB, en presencia de altas y bajas entradas de capital en esos períodos.

Entradas de capital crecientemente volátiles financiaron el alto déficit en cuenta corriente de México en 1994, año en el que se registraron graves hechos políticos. Esta situación, y un tipo de cambio que habría quedado fuera de línea (Ros, 1995), expusieron la vulnerabilidad externa de su economía e incrementaron el riesgo de reversión en los flujos de capital¹⁷ (Goos, 1996).

Un aumento en la banda de flotación de un 15% en diciembre de 1994 extendió la percepción de riesgo cambiario, provocó salidas de capital equivalentes a 7.2% del PIB en 1995 (cuadro 6), y desplomó la bolsa de valores en 62% (medida en dólares) entre el tercer trimestre de 1994 y el cuarto trimestre de 1995 (cuadro 8). La corrida contra el peso sobredevaluó la moneda nacional al caer su cotización a la mitad en el lapso de tres meses. El ajuste macroeconómico redujo el PIB en 6.6% en 1995 y afectó la solvencia de la banca. Un 20% de créditos en cartera vencida llevaron a medidas de rescate que costaron un 6% del PIB (cuadro A-7 del anexo). Sin embargo, un aumento de un 48% en el tipo de cambio real (efectivo de las exportaciones) en ese año (cuadro 13), aportó una sólida base a la reactivación de las exportaciones y de las actividades transables.

Cuadro 14

**TASAS DE CRECIMIENTO DEL GASTO INTERNO Y DEL PIB a/ Y SALDOS EN CUENTA CORRIENTE
Y EN CUENTA DE CAPITAL COMO PORCENTAJES DEL PIB b/
PAÍSES CON ALTAS ENTRADAS DE CAPITAL EN 1992-94**

| PAÍSES | 1983-89 | | | | 1992-94 | | | | 1995 | | | |
|----------------------------|---------|------|---------|--------|---------|-----|---------|--------|-------|------|---------|--------|
| | GASTO | PIB | C.CORR. | C.CAP. | GASTO | PIB | C.CORR. | C.CAP. | GASTO | PIB | C.CORR. | C.CAP. |
| Argentina | -0.5 | 0.1 | -2.2 | 1.6 | 9.6 | 7.4 | -3.2 | 4.3 | -7.4 | -4.4 | -1.2 | -0.1 |
| Chile | 4.3 | 4.8 | -6.3 | 6.6 | 8.4 | 6.9 | -3.6 | 8.3 | 12.6 | 8.2 | -0.4 | 0.5 |
| Ecuador | -0.2 | 1.7 | -5.0 | 4.9 | 3.8 | 3.7 | -3.7 | 5.7 | 3.8 | 2.7 | -5.1 | 4.6 |
| México | 0.6 | 0.7 | 0.6 | -0.4 | 3.8 | 2.5 | -7.3 | 6.5 | -16.5 | -6.6 | -0.1 | -7.2 |
| Paraguay | 2.4 | 3.0 | -7.9 | 6.4 | 3.7 | 5.0 | -10.3 | 10.5 | -0.2 | 1.9 | -11.4 | 11.4 |
| Perú | -1.9 | -1.2 | -3.1 | 3.3 | 6.8 | 6.3 | -5.5 | 8.6 | 10.7 | 7.7 | -8.7 | 8.4 |
| América Latina y el Caribe | 1.0 | 1.5 | -1.3 | 1.3 | 4.9 | 3.9 | -3.2 | 4.3 | -1.0 | 0.3 | -2.1 | 1.3 |

Fuente: Cifras de Balanzas de Pagos del FMI. PIB en dólares corrientes según estimaciones de CEPAL.

a/ Cifras de la década del ochenta a precios constantes de 1980. Cifras de la década del noventa a precios constantes de 1990.

b/ Saldos en cuenta corriente y de capital y cifras del PIB a precios corrientes.

La situación mexicana "contagió" a Argentina, al provocar la percepción de riesgo cambiario entre los depositantes e inversionistas y comprometer la credibilidad del tipo de cambio fijo. Un retiro de alrededor de 14% de los depósitos de la banca en el primer trimestre de 1995 detonó un proceso de ajuste recesivo. El PIB se redujo en 4.4% en 1995 y la bolsa (medida en dólares) cayó un 29.5% entre el tercer trimestre de 1994 y el cuarto trimestre de 1995.

La recesión económica afectó la estabilidad de la banca, al subir los créditos en cartera vencida a un 28% (cuadro A-7 del anexo). El Banco Central de Argentina enfrentó la inestabilidad financiera asumiendo funciones que no le son propias en un régimen de tipo de cambio fijo: otorgó una garantía a los depósitos, impulsó fusiones y consolidaciones bancarias, y asumió como "prestamista de última instancia" al sostener el nivel del crédito bancario frente al sustancial retiro de depósitos. Esto limitó significativamente el "ajuste automático" que caracteriza al régimen de tipo de cambio nominal fijo (Eichengreen y Wyplosz, 1996; CEPAL, 1996). No obstante lo anterior, el tipo de cambio real (efectivo de las exportaciones) subió un 11% en 1995 en relación con el año precedente, lo que contribuyó a rentabilizar las actividades exportadoras y transables.

Elevadas entradas de capital sostuvieron altos déficit en cuenta corriente y el ritmo de actividad económica en Ecuador, Colombia, Paraguay y Perú en 1995. La fuerte expansión crediticia en esos países en 1992-94, salvo Colombia (cuadro 12), motivó insolvencias bancarias en Paraguay en 1995 con un costo de rescate equivalente a 4.1% del PIB; y situaciones puntuales de insolvencia en Ecuador en 1996 con un costo de rescate del 1.1% del PIB (cuadro A-7 del anexo).

El desplome de la bolsa mexicana contribuyó a una caída de un 5.7% en el índice de precios (medido en dólares) de la bolsa de valores de Chile entre el tercer trimestre de 1994 y el cuarto de 1995. Ese desplome y la incertidumbre política parecen importantes en la caída de 37% del índice de precios (medido en dólares) de la bolsa de Colombia en ese período (cuadro 8). Estos eventos no afectaron el ritmo de actividad económica de estos países en 1995.

III. POLÍTICAS RELATIVAS A LA CAPTACIÓN DE CAPITAL EXTERNO

La discusión sobre entradas de capital gira principalmente en torno a las condiciones, modalidades y velocidad de la apertura de la cuenta de capital del balance de pagos. Estos factores condicionan el aprovechamiento de los beneficios, y permiten prevenir los riesgos y costos ligados a la inserción de la economía en los mercados financieros internacionales.

Las experiencias de los países de América Latina y el Caribe con altas entradas de capital en 1992-94, como asimismo en 1977-81, señalan la importancia de visualizar esas entradas en términos de los siguientes conceptos de política económica en los países receptores:

i) nivel y composición de entradas de capital compatible con el déficit "sostenible" en cuenta corriente del balance de pagos,

ii) políticas de fomento del ahorro nacional y de desarrollo del sistema financiero y los mercados domésticos de capital, con miras a proporcionar una sólida base al financiamiento de la inversión interna y posibilitar entradas de capital en línea con el ahorro externo "sostenible",

iii) instrumentos de política encaminados a regular las entradas de capital, de acuerdo con el respectivo régimen monetario y cambiario, conducentes a una inserción ordenada y progresiva en los mercados internacionales de capital.

Esas experiencias también señalan que los países exportadores y receptores de capital podrían fortalecer las regulaciones prudenciales que orientan los flujos financieros internacionales.

1. Déficit sostenible en cuenta corriente

El déficit en cuenta corriente que pueden sostener las entradas de capital a un país, y el correspondiente tipo de cambio real de mediano y largo plazo, surge como el concepto más importante de las experiencias con movimientos de capital en la región en las últimas dos décadas. En la medida que el déficit en cuenta corriente de un país no es sostenible, tampoco lo son las variables que forman parte de su configuración macroeconómica: el gasto agregado, el tipo de cambio real, el nivel de deuda externa y otros determinantes.

El déficit sostenible en cuenta corriente está directamente ligado con la capacidad de un país para atraer capital externo y para preservar su calidad crediticia en el tiempo. Tres factores de carácter general condicionan este déficit y la solvencia intertemporal. Primero, el comportamiento de factores estructurales internos en el país receptor: estabilidad política y macroeconómica; tamaño y competitividad de su sector exportador; proporción de ahorro nacional y solidez de su sistema financiero y los mercados domésticos de capital, y otros factores. Segundo, el nivel de las transferencias unilaterales y las obligaciones de pago que demanda su actual deuda externa y su proyección en el tiempo. Tercero, factores externos al país, en especial, las tasas internacionales de interés, la evolución del efecto de los términos del intercambio en el país receptor de capital,¹⁸ y

las políticas de colocación e inversión de las instituciones financieras de los países industrializados.

Los múltiples factores involucrados en el déficit sostenible en cuenta corriente y el correspondiente tipo de cambio real, tornan complejos a los modelos intertemporales que persiguen estimarlos (Soto, 1966). Por esta razón, el déficit sostenible en cuenta corriente es muy difícil de precisar en la práctica (Kenen, 1966).

Para fines de política económica, se ha propuesto fijar un déficit con sesgo conservador y recurrir a los siguientes "indicadores", con sus respectivos signos, para representar las variables arriba señaladas (Milesi-Ferreti y Razin, 1996):

- i) estabilidad política (inestabilidad política con signo menos),
- ii) deuda externa (alta proporción y aumento en la relación deuda externa/exportaciones y/o deuda externa/PIB con signo menos),
- iii) exportaciones (alta proporción e incremento en la relación exportaciones/PIB con signo más),
- iv) tipo de cambio real (tipo de cambio bajo y caídas en el tipo de cambio real con signo menos),
- v) tasa de ahorro nacional (alta proporción y aumentos en el ahorro nacional con signo más),
- vi) estabilidad del sistema bancario doméstico (sistema bancario solvente y transparente y sujeto a firmes reglas de regulación y supervisión prudencial con signo más),
- vii) composición de las entradas de capital (alta proporción e incremento en las entradas de corto plazo y/o de naturaleza especulativa con signo menos).

De estos factores, un aumento en la relación exportaciones/PIB juega un destacado papel en la generación de un creciente flujo de divisas. Esto permite sostener mayores déficit en cuenta corriente en economías en rápido crecimiento que canalizan una alta proporción de sus inversiones hacia actividades de exportación y sectores transables.

El cuadro 15 ordena las entradas de capital desde el punto de vista de su relación con el déficit sostenible en cuenta corriente, teniendo en cuenta la variabilidad de los flujos de capital que mostró el cuadro 3. Esta jerarquización parte con la inversión extranjera directa y concluye con las entradas de corto plazo de naturaleza especulativa.

Los saldos en cuenta corriente de países de la región entre 1977 y 1994 que mostró el cuadro 6, señalan que sólo países pequeños, o sujetos a elevadas transferencias unilaterales, han sostenido déficit en cuenta corriente superiores a un 5% del PIB durante períodos considerables. El déficit sostenible en cuenta corriente de Chile se ha estimado en 3% a 4% del PIB (Le Fort y Budnevich, 1995). Sin embargo, la estimación de ese déficit contrasta con las elevadas entradas de capital a ese país desde 1983 a 1994, equivalentes a más de 6.5% del PIB al año.

El déficit sostenible en cuenta corriente en países de mayor tamaño en la región, que se caracterizan por proporciones exportaciones-producto más bajas, puede ser inferior al porcentaje que se estimó para Chile. El déficit en cuenta corriente de México en 1992-94, equivalente a 7.3 % del PIB no fue sostenible en 1995. En parte por esto, el déficit de Argentina en ese período, equivalente a 3.2% del PIB tampoco resultó sostenible en ese año.

TIPOS DE ENTRADAS DE CAPITAL Y SOSTENIBILIDAD DEL DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE

| JERARQUIZACIÓN | CARACTERÍSTICAS |
|---|--|
| Inversión extranjera directa | <p>La inversión extranjera directa obedece a consideraciones de mediano y largo plazo en términos de la maduración y la vida útil de los proyectos. Las decisiones involucradas tienen con frecuencia un carácter irreversible. Esto torna a la inversión extranjera directa en la entrada de capital menos volátil. Esta categoría incluye proyectos reales de inversión de gran tamaño, en particular en el sector exportador o de bienes transables, que difícilmente pueden ser realizados por agentes nacionales, en función del nivel de desarrollo que registran los mercados domésticos de capital y de la falta de acceso a determinadas tecnologías por parte de inversionistas domésticos. Esta categoría también incluye la compra de activos productivos ya existentes, siempre que desencadene inversiones posteriores que amplíen esa capacidad productiva.</p> |
| Fondos externos de mediano y largo plazo vinculados al financiamiento de inversiones reales | <p>Incluye préstamos de mediano y largo plazo y colocaciones de acciones y bonos de primera emisión en los mercados internacionales de capital destinados a financiar proyectos reales de inversión de agentes domésticos.</p> |
| Créditos de corto y mediano plazo destinados al financiamiento del sector exportador | <p>Incluye créditos de pre y post embarque destinados al financiamiento de actividades ligadas al sector exportador. Se trata de créditos no volátiles, no obstante incluir préstamos de corto plazo.</p> |
| Préstamos externos de corto plazo de libre disponibilidad para la banca doméstica. | <p>Incluye créditos volátiles susceptibles de ser canalizados hacia el financiamiento del consumo, activos inmobiliarios y otros bienes no transables.</p> |
| Entradas de corto plazo de naturaleza especulativa destinadas a la compra de valores (acciones y bonos) en los mercados secundarios de capital de los países receptores | <p>Entradas de naturaleza volátil al mercado doméstico de valores motivadas por expectativas de ganancias de capital provenientes de alzas de precios en esos valores. Mientras tienen lugar, producen un efecto riqueza que deprime el ahorro nacional y tienden a situar el tipo de cambio local por debajo de su trayectoria de equilibrio. Sus posteriores salidas generan fuertes presiones a la baja en las bolsas locales y al alza en el tipo de cambio.</p> |

2. Políticas de ahorro nacional y de desarrollo financiero

La insuficiencia de ahorro nacional y la estrechez de los mercados financieros domésticos, limitaron las opciones de política económica en varios países con altas entradas de capital en 1992-94, y los expusieron a riesgos macroeconómicos y financieros. El cuadro 10 mostró que las proporciones de ahorro nacional de los países de la región se han estancado en torno al 20% del PIB desde la década del setenta. La limitada "profundización" financiera en estos países puede visualizarse a través de la relación entre el dinero definido como M2 (dinero y cuasidinero) y el PIB. Este indicador alcanzó en Argentina, Colombia, Ecuador, Paraguay y Perú a alrededor del 20% del PIB en 1994, y a 35% en Chile y México (cuadro A-8 del anexo).¹⁹

El análisis estadístico ha indicado que el ahorro nacional en la región se incrementa lentamente ante aumentos en el ingreso nacional, y que por lo tanto, este aumento no es suficiente para financiar inversiones reales compatibles con tasas de crecimiento más altas del PIB (Held y Uthoff, 1995). Por su parte, la inestabilidad financiera que afectó a varios de los países con altas entradas de capital en 1992-94, señala la falta de consolidación institucional de sus sistemas de regulación y supervisión prudencial (CEPAL, 1996).

Estos antecedentes muestran la importancia de políticas de ahorro y de desarrollo de los sistemas financieros domésticos que respalden la inversión interna en los países de la región, y que al mismo tiempo posibiliten un ahorro externo compatible con sus déficit sostenibles en cuenta corriente. El recuadro 1 del anexo enuncia el contenido de las políticas que han contribuido al ahorro nacional de Chile, el que llegó a alrededor de un 26% del PIB en 1994-95. El recuadro 2 enumera las principales normas que han impulsado el desarrollo institucional del sistema financiero y los mercados de capital de ese país desde comienzos de los ochenta.^{20 21}

Sobre la base de estos factores y un entorno macroeconómico ordenado, el Banco Central de Chile captó ahorro previsional a fin de lograr un déficit en cuenta corriente similar al sostenible (3% a 4% del PIB). La substancial acumulación de los fondos de pensiones (equivalente a 40% del PIB a fines de 1995), también condujo a modificaciones legales y reglamentarias en 1994-95 que aumentaron los límites de inversión de esos fondos en el exterior (recuadro 2). Estas medidas persiguen incrementar la diversificación de cartera de esos fondos, al tiempo que generarían demandas de divisas que apoyarían el tipo de cambio real.

3. Política de regulación de las entradas de capital

Los factores determinantes de los movimientos de capital pueden conceptualizarse en términos de la condición de arbitraje entre las tasas de interés o de retorno de las inversiones en los países considerados:

$$r = r^* + E(\text{dep}) + (p - p^*), \text{ en que:}^{22} \quad (2)$$

| | | |
|-----------------|---|--|
| r | = | Tasa de interés (o de retorno) doméstica |
| r^* | = | Tasa de interés (o de retorno) externa |
| $E(\text{dep})$ | = | Expectativa de depreciación de la moneda nacional o riesgo cambiario |
| $(p - p^*)$ | = | diferencia entre los riesgos-país de las respectivas economías |

Esta ecuación señala que en países que han abierto la cuenta de capital de su balance de pagos, se producirán entradas de capital si sus tasas de interés o de retorno a la inversión en una determinada actividad son más altas que las respectivas tasas que prevalecen en el país exportador de capital, y donde las primeras se han ajustado por el riesgo cambiario y por la diferencia en sus riesgos-país.

Las medidas que el Banco Central puede adoptar con el objeto de desincentivar altas entradas de capital, y/o ajustar el tipo de cambio frente a mejorías permanentes en la situación y perspectivas del sector externo, dependen del régimen monetario y cambiario. En principio, el Banco Central no dispone de herramientas con miras a estos fines en un régimen de tipo de cambio nominal fijo y no las requiere en un régimen de tipo cambio libre y fluctuante.

Un régimen de tipo de cambio nominal fijo elimina el riesgo cambiario (en la medida que ese tipo de cambio sea creíble). Este régimen pasa por una completa apertura de la cuenta de capital a fin de asegurar a los agentes económicos, en cualquier momento, una plena convertibilidad de sus activos y pasivos en moneda extranjera, y viceversa. Por esta razón, este régimen cambiario es incompatible con restricciones a los flujos de capital.²³

En un régimen de tipo de cambio libre y fluctuante todas las transacciones en divisas (tanto en cuenta corriente como en cuenta de capital del balance de pagos) se realizan entre los propios oferentes y demandantes de divisas, sin involucrar al Banco Central en operaciones de cambio. En principio, este régimen no contempla restricciones a los movimientos de capital, y el riesgo cambiario tampoco constituye un componente de la política cambiaria al ser internalizado por los propios participantes en el mercado de divisas.²⁴

Dado el riesgo-país, los movimientos de capital en esos regímenes cambiarios tendrán lugar hasta que se cumpla con la condición de arbitraje que señaló la ecuación (2). En consecuencia, para desincentivar entradas de capital se requiere de regímenes monetarios y cambiarios que limiten el arbitraje y posibiliten una "brecha" entre las tasas domésticas e internacionales de interés, y/o entre las tasas domésticas e internacionales de rendimiento de las inversiones financieras en acciones (y eventualmente de las inversiones directas).

Los argumentos que avalan esta brecha se desprenden del nivel de las tasas de interés domésticas que logran el equilibrio interno entre el gasto agregado y el ingreso nacional, y por ende, el correspondiente ahorro externo de equilibrio. En economías con insuficiente ahorro nacional, baja dotación de capital, mercados financieros imperfectos, y políticas de estabilización en curso, el nivel de estas tasas puede al mismo tiempo atraer tales entradas de capital, que comprometen esos equilibrios con una cuenta de capital abierta, a menos que se impongan restricciones a esas entradas. Por otra parte, mayores entradas de capital en economías como las señaladas, pueden favorecer la revalorización de los activos existentes y el riesgo de una burbuja financiera en vez de financiar incrementos en la formación de capital real (Zahler, 1995).

Los regímenes monetarios y cambiarios que posibilitan una brecha en el arbitraje de los movimientos de capital, otorgan al Banco Central capacidad de manejo de esos movimientos (y por lo tanto, un grado de autonomía a la política monetaria). Estos regímenes incluyen la flotación sucia, o con intervenciones no preanunciadas del Banco Central en el mercado cambiario; un tipo de cambio de referencia reptante ("crawling peg") sujeto a reglas idóneas de ajuste,²⁵ y que puede acompañarse de una banda cambiaria, y otras alternativas.

Las principales herramientas en los países receptores que surgen en estos regímenes frente a altas entradas de capital, son la aplicación de impuestos y encajes, un mayor riesgo cambiario, la acumulación de reservas internacionales, y el ajuste cambiario. La

efectividad de estos instrumentos depende estrechamente del ordenamiento macroeconómico, con tipos de cambio y tasas de interés en línea con condiciones de mediano y largo plazo, que eviten el riesgo cambiario y la expectativa de revaluación de la moneda nacional (Le Fort y Budnevich, 1995).

La aplicación de estos instrumentos es enteramente compatible con medidas que abren en forma progresiva la cuenta de capital del balance de pagos, tanto a entradas como a salidas de fondos.

i) Encajes e impuestos a las entradas de capital

Los encajes e impuestos son las principales herramientas para disuadir entradas de capital (Agosín y Ffrench-Davis, 1995). Aumentan el costo financiero que los agentes domésticos pagan por acceder a fuentes de financiamiento externo, y disminuyen el rendimiento de los agentes extranjeros al colocar fondos en los mercados domésticos de capital.

La principal ventaja de los encajes es que pueden diferenciarse en función del plazo. Mientras las entradas de capital de largo plazo pueden eximirse del encaje, su fijación pone un freno a las de corto plazo y/o de naturaleza especulativa. Los mismos resultados pueden lograrse mediante impuestos diferenciados en función del plazo de las entradas de capital. Sin embargo, a diferencia de los encajes, su aplicación está habitualmente sujeta a la dictación de una ley (Jiménez, 1995).

La aplicación de encajes y/o impuestos a las entradas de capital financiero gana importancia en dos situaciones. Primero, ante el rezago a la baja que han mostrado las tasas de interés domésticas en políticas de liberalización financiera y/o estabilización. Segundo, en una combinación de factores internos y externos favorables, incluyendo algunos de corte transitorio, que pueden atraer un cúmulo de entradas de capital financiero hacia mercados domésticos todavía estrechos o en franco desarrollo, tal como las que tuvieron lugar en varios países de la región en 1992-94.

Los encajes se han visualizado en Chile y en Colombia como un importante instrumento para limitar la afluencia de entradas de capital de corto plazo. En ambos países, su aplicación ha ido a la par con medidas de apertura de la cuenta de capital del balance de pagos (ampliación de las transacciones que pueden realizarse en el mercado cambiario formal, autorización a la colocación de valores en los mercados financieros internacionales, desregulación de salidas de capital y otras). En el caso de Chile, su uso se ha extendido en el tiempo, principalmente por la lenta caída en las tasas reales de interés (Zahler, 1995). En Colombia, la aplicación de encajes se han conceptualizado como una herramienta frente a cúmulos de entradas de capital financiero de corto plazo.

El cuadro 16.1 muestra las restricciones a los movimientos de capital en Chile. Las entradas de capital, salvo la inversión extranjera directa y la inversión de portafolio mediante ADR primarios, han estado sujetas a un 30% de encaje y a otros requisitos. Ese encaje se aplica durante un año, cualquiera que sea el plazo, a todas las entradas de capital financiero en la forma de bonos, préstamos, depósitos, líneas de crédito y ADR secundarios. Esta política persigue cerrar la brecha de arbitraje entre las tasas domésticas e internacionales de interés o de rendimiento hasta un año plazo, esperándose que los mayores riesgos desincentiven por sí mismos entradas de capital financiero a plazos más largos (Le Fort y Budnevich, 1995).

Cuadro 16.1

CHILE: RESTRICCIONES A LOS MOVIMIENTOS DE CAPITAL

| ENTRADAS DE CAPITAL | RESTRICCIONES CUANTITATIVAS | OTROS REQUISITOS |
|---|---|---|
| Inversión extranjera directa | - sin restricciones cuantitativas | - tiempo mínimo de permanencia: 1 año para el principal; - beneficios no sujetos a restricción de tiempo |
| Inversión de portafolio a) ADR b) Otros i) Préstamos y bonos ii) Depósitos y líneas de crédito | - 30% requerimiento de reserva a inversiones secundarias (julio 1995) - 30% requerimiento de reserva, a 1 año, independientemente de su madurez - 30% requerimiento de reserva, sobre el promedio mensual | - mínimo US\$ 10M para emisión primaria (nov. 1995) - BBB o + para compañías financieras - BBB+ o + para bancos - mínimo US\$ 25M - BBB o BBB+ |
| SALIDAS DE CAPITAL | RESTRICCIONES CUANTITATIVAS | OTROS REQUISITOS |
| Inversión externa institucional a) Fondos de pensiones b) Cías. de seguros de vida c) Cías. de seguros generales d) Fondos mutuos | - 9% del total de fondos (4.5% de activos compuestos por acciones) - 10% del total de fondos - 15% de sus reservas - 30% del fondo | |
| Inversión externa por parte del sector bancario | - 25% del capital y reservas | - Bonos y valores emitidos o garantizados por gobiernos externos o bancos centrales - La adquisición de bancos extranjeros o el establecimiento de sucursales extranjeras requieren de una razón capital/activos=10% |
| Inversión externa por parte de individuos y del sector privado no financiero | - sin restricciones cuantitativas | - Limitaciones relacionadas con el acceso al mercado cambiario formal |

Fuente: Le Fort, G. y Budnevich, C. (1995), Capital account regulations and macroeconomic policy: two latin american experiences, Banco Central de Chile, versión revisada, Santiago de Chile.

Cuadro 16.2

COLOMBIA: RESTRICCIONES A LAS ENTRADAS DE CAPITAL

| ENTRADAS DE CAPITAL | RESTRICCIONES CUANTITATIVAS | OTRAS RESTRICCIONES |
|---|---|---|
| - Ingresos provenientes de la venta de moneda extranjera | - Comisión de 5% (abril 1991) | |
| - Ingresos en moneda extranjera de "no exportación" | - Retención de 3% (abril 1991) - Retención de 10% (Julio 1992) | |
| - Ingresos en moneda extranjera por concepto de turismo | - Límite de \$ 25,000 | |
| <p><u>Créditos</u></p> <p>Créditos con un período de madurez inferior a los 30 días y hasta 60 meses:</p> <p>i) depósitos a 30 días o menos ii) depósitos a 12 meses iii) depósitos a 18 meses iv) depósitos a 24 meses v) depósitos de entre 24 y 60 meses vi) depósitos de más de 60 meses</p> | <p>- 140% de requerimientos de reserva (ag. 1994) - 93% de requerimientos de reserva (marzo 1994) - 64% de requerimientos de reserva (marzo 1994) - 42.8% de requerimientos de reserva (ag. 1994) - 30% de requerimientos de reserva (ag. 1994)</p> <p>- sin requerimientos de reserva (ag. 1994)</p> | <p>- Los bancos deben mantener activos netos en moneda extranjera, lo que limita sus préstamos en moneda extranjera.</p> <p>- Las reservas deben mantenerse por todo el tiempo de duración del préstamo, y debe constituirse un depósito previo para créditos inferiores a 60 meses.</p> <p>- El Banco de la República puede adquirir los títulos cuyo plazo sea de hasta 12 meses, antes de su vencimiento, aplicando un descuento del 55%.</p> <p>- Los prepagos sólo pueden efectuarse después de 36 meses desde la fecha de contratación (salvo autorización expresa del BR).</p> |

Fuente: Banco de la República, Colombia, 1995.

En Colombia, los encajes se han diferenciado según el plazo de entrada del capital financiero, con miras a cerrar las referidas brechas de arbitraje hasta cinco años plazo. El cuadro 16.2 señala que a partir de 1994, los créditos con un período de madurez de más de 60 meses no estaban sujetos a encaje o reserva, y que estos requerimientos han sido mayores cuanto menor ha sido el plazo de vigencia de los créditos (Banco de la República, 1995).

La efectividad de los encajes y restricciones está condicionada por el entorno macroeconómico de los países receptores de capital. Una economía suficientemente ordenada y estable, con una paridad cambiaria en línea con su tipo de cambio de equilibrio de mediano y largo plazo, puede atraer un exceso de entradas de capital y justificar encajes e impuestos con el objeto de prevenir efectos macroeconómicos adversos. En cambio, en un país con elevados déficit en cuenta corriente, una moneda nacional sobrevalorada y presiones inflacionarias, las restricciones a las entradas de capital pueden ser redundantes ante un riesgo-país y riesgo cambiario que forman una barrera a la integración financiera internacional (Zahler, 1995).

ii) *Mayor riesgo cambiario*

Las siguientes políticas cambiarias permiten al Banco Central lograr un mayor riesgo cambiario, principalmente para desincentivar entradas de capital corto plazo impulsadas por el arbitraje:

- adopción de un régimen cambiario de flotación sucia, en vez de una regla que fija la evolución del tipo de cambio tal como una tabla cambiaria;
- adopción de una regla cambiaria en un régimen de tipo de cambio reptante que mueve el centro de la banda cambiaria en función de una canasta de monedas en vez de una moneda única, y
- ampliación de la banda cambiaria en un régimen de tipo de cambio reptante con el objeto de otorgar una mayor flexibilidad cambiaria.

La efectividad de estas medidas depende de la concordancia del tipo de cambio de referencia del respectivo régimen cambiario con el tipo de cambio de equilibrio de mediano y largo plazo. Si el tipo de cambio de referencia conduce a un tipo de cambio de mercado que subvalora la moneda nacional, las expectativas de revaluación pueden anular el mayor riesgo cambiario.

iii) *Regulación prudencial de los movimientos de capital financiero*

Las operaciones individuales de colocación de acciones, bonos y otros títulos de empresas e instituciones de la región en los mercados de capital de los países industrializados, están sujetas a exigentes requisitos de demostración contable e información de sus emisores en términos de las normas prevalecientes en esos países, y a la evaluación de su riesgo y calidad crediticia por parte de agencias calificadoras internacionales. Sin embargo, el conjunto de las inversiones de cartera que realizan los inversionistas institucionales de los países industrializados en mercados de capital emergentes, está escasamente sujeto a regulaciones prudenciales.

Esto ha motivado propuestas en tres niveles con miras a disminuir los flujos de capital motivados por consideraciones de liquidez o de retornos de corto plazo ligados al arbitraje (Griffith-Jones, 1996):

i) medidas encaminadas a la entrega de información suficiente, oportuna y veraz sobre la exposición al riesgo ("exposure") de los inversionistas institucionales en esos mercados,

ii) suministro de señales de alerta sobre esa exposición,

iii) introducción de regulaciones y restricciones a las inversiones de cartera de corto plazo de los inversionistas institucionales por parte de las instituciones reguladoras y supervisoras de los mercados de capital de los países industrializados.

La regulación prudencial también puede jugar un papel en los países receptores de capital. La colocación de valores a inversionistas extranjeros por parte de empresas e instituciones descentralizadas del sector público, o con participación del sector público, puede contar con una garantía explícita o implícita del Estado. Esta garantía sobreincentiva su demanda, lo que justifica rigurosos requisitos de emisión de esos títulos y la autorización expresa a su colocación por parte de las autoridades económicas y/o financieras de ese sector.

iv) Acumulación de reservas internacionales

La acumulación de reservas internacionales no se justifica solamente en países con bajos niveles de reserva, y sujetos a importantes fluctuaciones en su comercio exterior y en sus términos del intercambio. El Banco Central también puede acumular reservas internacionales, absorbiendo parte de las entradas de capital que tienen lugar, con miras a defender los equilibrios macroeconómicos y el tipo de cambio real. Para este efecto, interviene en el mercado de divisas mediante operaciones de cambio, y "esteriliza" los efectos monetarios de estas operaciones colocando títulos de deuda en los mercados domésticos de capital (lo que otorga un grado de autonomía a la política monetaria y cambiaria) (Titelman y Uthoff, 1994).²⁶ Una esterilización importante de las entradas de capital limita la expansión del gasto agregado y por esta vía previene la sustitución de ahorro nacional por ahorro externo (Ffrench-Davis y Griffith-Jones, 1994).

La esterilización también tiene costos. Contribuye a elevar las tasas domésticas de interés alentando entradas de capital financiero de corto plazo, lo que erosiona el efecto de las propias medidas de esterilización (Steiner y Escobar, 1995). La esterilización también puede deteriorar la situación patrimonial del Banco Central, ya que las tasas de interés sobre sus reservas internacionales pueden ser menores que las que paga sobre los títulos que ha emitido en moneda nacional.²⁷

v) Ajuste del tipo de cambio

Una continua expansión en las exportaciones y un saldo en cuenta corriente que se localiza en forma persistente por debajo del déficit sostenible; y/o a altas entradas de capital de largo plazo que se mantienen en el tiempo, justifican ajustes cambiarios por razones macroeconómicas. Estas situaciones pueden incluso llevar a reapreciar la magnitud del déficit sostenible en cuenta corriente.

Mejoras persistentes en la situación y perspectivas del sector externo, justifican reevaluar la moneda nacional y viceversa. Lo anterior se traduce en modificaciones al valor explícito de referencia del tipo de cambio, tal como en el caso del tipo de cambio reptante que se ajusta en función de una determinada regla ("crawling peg"), o modificaciones a su valor implícito de referencia, como el tipo de cambio que el Banco Central persigue defender con intervenciones no preanunciadas en un régimen cambiario de flotación sucia.

Un oportuno ajuste del tipo de cambio en esos regímenes cambiarios es esencial para evitar la formación de expectativas de revaluación o de devaluación de la moneda nacional. Si las primeras se extienden entre los agentes económicos, anularán el riesgo cambiario y alentarán entradas de capital incluso en presencia de encajes e impuestos. Por su parte, en la medida que se generalicen las segundas, incentivarán fuertes salidas de capital, las que serán difíciles de controlar aún en presencia de restricciones.

IV. CONCLUSIONES

1. La variabilidad es la principal característica de los movimientos de capital externo a los países de la región en las últimas décadas. Las elevadas entradas de capital a la región en 1977-81 (préstamos bancarios) y 1992-94 (inversiones de cartera) fueron precedidas por bajas entradas, y seguidas por caídas en los flujos de capital en 1983-89 y en 1995. Sin embargo, a diferencia de la extendida reducción en las entradas de capital a los países de la región en 1983-89 (por la crisis de deuda externa e interna), la reversión en los flujos de capital financiero en 1995 se concentró en muy pocos países, en particular, en México y Argentina.

2. La variabilidad en los movimientos de capital obedece a factores externos ligados a la situación de los mercados financieros internacionales, pero también tiene un importante componente interno asociado a las políticas de captación de capital externo y a factores estructurales en los países receptores.

3. Insuficientes instrumentos de política para regular las entradas de capital en períodos de alta oferta de fondos externos, han posibilitado elevadas entradas de capital, fases expansivas del gasto agregado, y déficit en cuenta corriente en países de la región en 1992-94 (tal como en 1977-81) que no han resultado sostenibles. Esas entradas han conducido por sí mismas a caídas o reversiones posteriores en los flujos de capital, y a ajustes macroeconómicos recesivos.

Las elevadas entradas de capital también han contribuido a expansiones crediticias con carteras de alto riesgo, que han requerido de programas de rescate en varios de los países con altas entradas de capital en 1992-94 (tal como en la crisis de deuda externa e interna de los ochenta).

4. Excesos de entradas de capital en períodos de alta oferta y carencias de flujos en períodos de baja oferta, avalan políticas de captación de capital externo que gradúan el nivel y la composición de esas entradas, con el objeto de estabilizarlas en el tiempo y situarlas en línea con el déficit "sostenible" en cuenta corriente de los países receptores.

5. La captación de capital externo debería formar parte de políticas más amplias que fortalezcan la formación de capital en los países de la región. Estas políticas tienen los siguientes componentes principales:

i) instrumentos dirigidos a aumentar el ahorro nacional y desarrollar un sistema financiero doméstico solvente y eficiente, con el objeto de disponer de alternativas nacionales competitivas de financiamiento de la inversión, de fondos para esterilizar entradas de capital, y también para posibilitar salidas ordenadas de capital,

ii) adopción de un régimen monetario y cambiario, como parte del ordenamiento macroeconómico, que posibilite el manejo y la regulación de los movimientos de capital y ajustes cambiarios, frente a cambios persistentes en la situación y perspectivas del sector externo.

Estas medidas persiguen tipos de cambio y tasas de interés de mercado en línea con condiciones de mediano y largo plazo, que eviten expectativas de revaluación y devaluación de la moneda nacional, a fin de motivar entradas de capital basadas en consideraciones de mediano y largo plazo y prevenir fugas de capital.

6. Los aumentos en el ahorro nacional, el logro de sistemas financieros y mercados de capital domésticos estables y profundos, y la credibilidad en el ordenamiento macroeconómico y en la estabilización, son condiciones estructurales que inciden directamente en los beneficios y riesgos de las entradas de capital. Estas condiciones sólo pueden alcanzarse en el mediano y largo plazo, lo que apunta a una apertura regulada de la cuenta de capital del balance de pagos y una transición gradual hacia una amplia inserción en los mercados financieros internacionales.

7. Los siguientes instrumentos de política juegan un importante papel en la regulación de las entradas de capital:

i) aplicación de encajes o impuestos, y medidas que aumentan el riesgo cambiario, a fin de desincentivar entradas de capital de corto plazo de naturaleza motivadas por el arbitraje,

ii) regulación prudencial de los movimientos de capital en los países industrializados y en los países receptores, con el objeto de contribuir a la estabilización de esos flujos y limitar los de carácter especulativo de corto plazo.

iii) acumulación de reservas internacionales por parte del Banco Central, en la medida que los países receptores cuenten con insuficientes reservas,

iv) facilitar salidas de capital nacional, incluyendo la inversión directa y determinadas formas de inversión financiera,

v) permitir graduales caídas en el tipo de cambio real en tanto representen ajustes hacia sus valores de equilibrio de mediano y largo plazo.

Notas

¹ Los flujos de capital externo que se presentan en este trabajo son netos, en el sentido que son el saldo entre las entradas y las salidas de los respectivos renglones de la cuenta de capital del balance de pagos.

² Se excluyen los flujos de capital de 1982 por tratarse de un año muy irregular.

³ Turner clasifica los flujos de capital en función de su permanencia en las siguientes categorías: préstamos de largo plazo, inversión extranjera directa, inversión de cartera y flujos bancarios de corto plazo (Turner, 1991).

⁴ Las transferencias unilaterales oficiales se incluyen en las entradas de capital siguiendo las definiciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) que estuvieron vigentes hasta 1994. La exclusión de esas transferencias no altera en forma significativa las cifras de la región. Las entradas netas de capital alcanzarían a 4.1% del PIB de la región en 1992-94, en vez del 4.3% que figura en el cuadro 1. Sin embargo, las transferencias unilaterales son muy significativas en algunos países pequeños. Representaron más de 2.7% del PIB en promedio en ese período en Bolivia, El Salvador, Haití, Honduras, Nicaragua y Panamá.

⁵ Parte de la caída se puede explicar por las amortizaciones de deudas contraídas anteriormente.

⁶ Los sectores público y privado prepagaron deuda externa en 1995 por alrededor de US\$ 1500 y US\$ 300 millones respectivamente.

⁷ La regla 144 A de la Comisión de Valores de Estados Unidos (Securities and Exchange Commission - SEC) amplió la demanda de valores de países en vías de desarrollo por parte de inversionistas institucionales calificados de ese país, al autorizar su transacción en los mercados secundarios.

⁸ Las variaciones diarias alcanzaron a 0.40 milésimos de nuevos pesos a mediados de 1993.

⁹ La variación acumulada del tipo de cambio nominal se calculó del tercer trimestre de 1991 al tercer trimestre de 1994, ya que en diciembre de 1994 se abandonó la política de variación preanunciada del tipo de cambio.

¹⁰ La eliminación del riesgo cambiario con un tipo de cambio nominal fijo requiere que los agentes económicos tengan plena credibilidad en ese régimen monetario y cambiario.

¹¹ El régimen cambiario que se implantó en Chile en los noventa contempla un mercado cambiario dual. El mercado oficial o formal, en el que se liquidan las transacciones comerciales y las entradas de capital que desean tener acceso asegurado a ese mercado en su salida, y el mercado libre o no regulado. El propósito de este último es aislar el mercado oficial de la volatilidad de los movimientos de capital, en particular, salidas de inversiones de cartera que deben canalizarse a través del mercado libre. La diferencia entre los tipos de cambio en estos mercados se ha reducido a menos del 0.5% en 1995, en la medida que el riesgo de salidas de inversiones de cartera ha tendido a desaparecer (Le Fort y Budnevich, 1995).

¹² En el caso del Perú, se optó por calcular las variaciones del tipo de cambio nominal y la inflación a partir de 1991, considerando el ruido que ocasionó la elevada inflación en los años previos.

¹³ La devaluación de la paridad central se fijó inicialmente en 11% al año. En diciembre de 1994 esta devaluación se incrementó al 13.5%.

¹⁴ La relación entre las tasas domésticas e internacionales de interés se calculó recurriendo a la fórmula: $(1 + i^*) = (1 + i)/(1 + tc)$, donde i^* es la tasa doméstica (i) deflactada por la variación en el tipo de cambio (tc). El efecto del encaje o reserva se introdujo multiplicando i^* por $(1 - e)$, donde "e" es la tasa de encaje o reserva por unidad de entrada de capital financiero.

¹⁵ Si se incluyen las transferencias unilaterales en la cuenta corriente del balance de pagos, esta igualdad sería igual a:

$iib = anb + (ax + tne)$ en que tne son las transferencias unilaterales netas desde el exterior.

¹⁶ Sin embargo, la literatura sobre la relación entre la magnitud del déficit en cuenta corriente y la sobrevaloración de la moneda nacional señala que esta ligazón no es simple ni directa.

¹⁷ Los flujos de capital a México y también a Argentina disminuyeron en 1994, en respuesta a límites en las carteras de los inversionistas institucionales de los países industrializados.

¹⁸ El considerable impacto de los términos del intercambio en el resultado de la cuenta corriente del balance de pagos en los países de la región, justifica definir el déficit sostenible sobre la base de precios "normales" de exportación e importación, esto es, de un efecto nulo de los términos del intercambio. A vía de ejemplo, si el déficit sostenible en cuenta corriente (a precios corrientes) de un determinado país se estima en 3% del PIB, y ese país tiene en un determinado año un déficit en su cuenta corriente de 1.5%, y un efecto positivo en los términos de intercambio (respecto de precios normales de exportación e importación) equivalente a un punto porcentual del PIB, el déficit comparable con el déficit sostenible sería de 2.5% del PIB.

¹⁹ El dinero definido como M2 se sitúa habitualmente entre un 60% y un 100% del PIB en los países industrializados.

²⁰ Los altos niveles de ahorro nacional y de la inversión se han atribuido también al rápido crecimiento del PIB (un 6.5% al año desde 1985) y una creciente estabilidad económica (inflación menor a un 10% al año desde 1994) (Arrau, 1996).

²¹ México también introdujo una amplia variedad de instrumentos financieros de renta variable y de renta fija con la reforma financiera y la apertura de su cuenta de capitales a partir de 1989. Sin embargo, el ahorro nacional cayó en presencia de crecientes entradas de capital. Por esta razón, el desarrollo de su mercado de capital se basó principalmente en la inversión internacional de cartera.

²² Esta igualdad puede expresarse tanto en términos nominales como reales.

²³ La política monetaria es enteramente pasiva al crear y contraer dinero (base) sólo a través de operaciones de cambio. Para estos efectos, el Banco Central ejerce funciones de caja de conversión ("currency board") y respalda todo el dinero (base) con reservas internacionales.

²⁴ El Banco Central puede efectuar una política monetaria activa a través de las operaciones de crédito interno, pero al no participar en las operaciones de cambio deja el comportamiento del tipo de cambio expuesto a la variabilidad de los movimientos de capital.

²⁵ Estas reglas toman en cuenta la diferencia entre la inflación interna y externa y la diferencia entre la variación de la productividad interna y externa.

²⁶ Países del sudeste asiático (Indonesia, Malasia, Singapur y Taiwán) han logrado la "trinidad imposible" consistente en la coexistencia de abundantes flujos de capital externo, tipos de cambio reales altamente estables y autonomía de la política monetaria del Banco Central. Esta situación se logró aplicando importantes ahorros provenientes de la seguridad social o de empresas públicas a la acumulación de reservas internacionales. En algunos casos, los Bancos Centrales incrementaron los encajes a la banca, y transfirieron esos recursos al Gobierno para financiar la acumulación de esas reservas (Reisen, 1992).

²⁷ El Banco Central de Chile aumentó sus reservas internacionales en alrededor de U\$ 10 mil millones entre 1990 y 1995, las que alcanzaron al 24% del PIB en este último año. Como las tasas de interés a las que ese banco coloca valores en el mercado doméstico son mayores que las tasas internacionales de interés que percibe sobre las reservas internacionales, la correspondiente esterilización de entradas de capital le ha originado un déficit "cuasi-fiscal" que parece situarse en 1995 en alrededor de 0.5% del PIB.

BIBLIOGRAFÍA

- Agosin, M. y French-Davis, R. (1995), "Managing Capital Inflows in Latin America, draft paper, Santiago de Chile.
- Arrau, P. (1994), "Fondos de pensiones y desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1980-1993", *Serie Financiamiento del Desarrollo*, N° 19, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile.
- Arrau, P. (1996), "Nota sobre el aumento del Ahorro Nacional en Chile: 1990-94", *Serie Financiamiento del Desarrollo*, N° 39, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile.
- Banco de la República (1995), Memorando Interno JDS-401, Santafé de Bogotá.
- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1993), "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, N° 1, Washington, D.C., marzo.
- Caro, P. (1994), "Acceso a los mercados internacionales de capital y desarrollo de instrumentos financieros: el caso de México", *Serie Financiamiento del Desarrollo*, N° 18, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile.
- CEPAL (1995), "Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial", Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Santiago de Chile.
- CEPAL (1996), "Estudio Económico de América Latina y el Caribe 1995-96", Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Santiago de Chile.
- CEPAL (1996), "15 años de desempeño económico: 1980-1995", Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Santiago de Chile.
- CEPAL (1996), "El régimen de convertibilidad y el sistema bancario en Argentina", LC/R/1682, Santiago de Chile.
- Eichengreen, B. y Wyplosz, Ch. (1996), "What Do Currency Crises Tell Us About the Future of the International Monetary System?" en "Can Currency Crises be Prevented or Better Managed?", J.J. Teunissen, ed., FONDAD, La Haya, 1996.
- French-Davis, R., Agosin, M. y Uthoff, A. (1994), "Movimientos de Capital, Estrategia exportadora y Estabilidad Macroeconómica en Chile", *Serie Financiamiento del Desarrollo*, N° 23 Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile.
- French-Davis, R. y S. Griffith-Jones (1995), *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina: fuentes, efectos y políticas*, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- Goos, B. (1996), "Floor discussion of the Buir Paper, en "Can Currency Crises be Prevented or Better Managed?", J.J. Teunissen, ed., FONDAD, La Haya, 1996.
- Griffith-Jones, S (1996), "How can Future Currency Crisis be Prevented or Better Managed?, en "Can Currency Crises be Prevented or Better Managed?", J.J. Teunissen, ed., FONDAD, La Haya, 1996.

- Held, G. y Uthoff, A. (1995), "Indicators and determinants of savings for Latin America and the Caribbean", *Working Paper N° 25*, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile.
- Jiménez, L.F. (1995), "Políticas para el control de los movimientos de capitales financieras", *Documento de Trabajo N° 35*, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile.
- Kenen, P. (1996) "How can Future Currency Crisis a la Mexico be Prevented? en *"Can Currency Crisis be Prevented or Better Managed?"*, J.J. Teunissen, ed., FONDDAD, La Haya, 1996.
- Le Fort, G. y Budnevich, C. (1995), "Capital Account Regulations and Macroeconomic Policy: two Latin American experiences", Banco Central de Chile, Santiago de Chile.
- Milesi-Ferreti, G. y A. Razin (1996), "Current Account Sustainability", Seminario Regional de Política Fiscal, organizado por CEPAL/PNUD, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile.
- Moguillansky, G. (1995), "Reformas económicas en América Latina: una síntesis de la experiencia de once países", (LC/R.1606), Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile.
- Reisen, H. (1992), "The Impossible Trinity in South-East Asia", Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), Centro de Desarrollo, París.
- Sachs, J., Tornell, A. y Velasco, A. (1996), "Financial Crises in Emerging Markets: The lessons from 1995", NBER Working Paper 5576, Cambridge MA.
- Soto, R.(1996), "El tipo de cambio real de equilibrio: un modelo no lineal de series de tiempo", en "Análisis empírico del tipo de cambio en Chile, CEPAL/ILADES-GEORGETOWN, Santiago de Chile.
- Steiner, R. y Escobar, A. (1995), "Acumulación de reservas internacionales: sus causas y efectos en el caso de Colombia", *Serie Financiamiento del Desarrollo*, N° 18, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile.
- Titelman, D. y Uthoff, A. (1994), "Afluencia de capitales externos y políticas macroeconómicas", *Revista de la CEPAL 53*, Santiago de Chile.
- Turner, P. (1994), "Capital flows in Latin America: a new phase?", Versión Preliminar, Banco Central de Chile, Santiago de Chile.
- Urrutia, M. (1995), "La cuenta de capital durante un proceso de liberalización económica", Seminario "Setenta años del Banco Central de Chile", Santiago de Chile.
- Zahler, R. (1992), "Política monetaria con apertura de la cuenta de capital", *Revista de la CEPAL*, N° 48 (LC/G.1748-P), Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Santiago de Chile.
- _____ (1995), "Conferencia inaugural", Seminario 70° Aniversario Banco Central de Chile, Santiago de Chile.

ANEXO

CUADRO A-1
 DESGLOSE DE LA CUENTA DE CAPITALES
 PAISES DE AMERICA LATINA Y EL CARIBE
 (porcentajes promedio del PIB)

| Países | 1977-1981 | | | | | | 1983-1989 | | | | | | 1990-1991 | | | | | | 1992-1994 a) | | | | | | |
|----------------------------|-----------|------|------|------|------|------|-----------|------|------|------|------|------|-----------|-------|------|------|------|------|--------------|------|------|------|------|-------|-----|
| | IED | IC | PCP | PLP | BCK | IED | IC | PCP | PLP | BCK | IED | IC | PCP | PLP | BCK | IED | IC | PCP | PLP | BCK | IED | IC | PCP | PLP | BCK |
| Argentina b) | 0.4 | 0.2 | -1.3 | 2.3 | 1.7 | 0.8 | 0.4 | -0.7 | 1.5 | 1.6 | 1.3 | -0.3 | -1.2 | 0.5 | 0.5 | 1.5 | 2.4 | 0.7 | -1.8 | 4.3 | 1.5 | 2.4 | 0.7 | -1.8 | 4.3 |
| Bolivia c) | 0.9 | -0.0 | 1.6 | 6.2 | 7.4 | 0.2 | -0.0 | 6.2 | 1.3 | 14.6 | 0.8 | 0.0 | -1.8 | 4.9 | 6.9 | 1.8 | 0.0 | -0.0 | 2.4 | 11.8 | 1.8 | 0.0 | -0.0 | -0.0 | 2.4 |
| Brasil b) | 0.9 | 0.1 | 0.4 | 2.7 | 4.2 | 0.5 | -0.1 | -0.2 | 0.9 | 0.9 | 0.0 | 0.6 | 1.4 | -1.2 | 0.8 | 0.1 | 2.2 | -1.3 | 0.4 | 2.0 | 0.1 | 2.2 | -1.3 | 0.4 | |
| Chile | 0.9 | -0.0 | 3.6 | 7.0 | 11.8 | 0.7 | 2.1 | 0.2 | 3.1 | 6.8 | 1.8 | 0.9 | 3.1 | 0.7 | 7.8 | 1.2 | 1.7 | 3.3 | 1.5 | 6.3 | 1.2 | 1.7 | 3.3 | 1.5 | |
| Colombia | 0.3 | -0.0 | 0.2 | 1.9 | 3.1 | 1.5 | 0.1 | -1.0 | 2.3 | 2.4 | 1.1 | 0.1 | -1.3 | -0.6 | -0.6 | 1.6 | 0.5 | 0.1 | 0.4 | 2.7 | 1.6 | 0.5 | 0.1 | 0.4 | |
| Costa Rica | 1.8 | 0.7 | 3.4 | 6.8 | 12.5 | 1.7 | -0.1 | -1.8 | 3.6 | 10.1 | 2.8 | -0.4 | -4.5 | 6.3 | 7.6 | 3.4 | -0.1 | 0.9 | 0.1 | 6.3 | 3.4 | -0.1 | 0.9 | 0.1 | |
| Ecuador | 0.6 | 0.2 | -0.8 | 7.5 | 7.5 | 0.8 | 0.0 | 0.0 | 3.2 | 4.9 | 1.4 | 0.0 | 6.1 | 0.7 | 7.3 | 2.5 | 0.0 | 0.0 | 1.1 | 5.7 | 2.5 | 0.0 | 0.0 | 1.1 | |
| El Salvador d) | 0.2 | -0.0 | 1.2 | 3.6 | 2.3 | 0.4 | -0.0 | -1.1 | 2.1 | 6.2 | 0.2 | 0.0 | -0.8 | 0.5 | 7.3 | 0.1 | 0.0 | 0.6 | 1.0 | 5.8 | 0.1 | 0.0 | 0.6 | 1.0 | |
| Guatemala b) | 1.7 | 0.1 | -0.6 | 2.2 | 2.9 | 1.4 | 0.1 | 1.9 | 0.6 | 4.8 | 0.8 | 0.3 | 3.0 | 0.3 | 5.2 | 0.7 | 0.5 | 3.0 | 0.8 | 6.5 | 0.7 | 0.5 | 3.0 | 0.8 | |
| Haiti b) | 1.3 | 0.0 | -0.3 | 7.4 | 13.4 | 0.5 | 0.0 | 1.2 | 3.5 | 12.4 | 0.7 | 0.0 | -1.3 | 2.1 | 10.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 4.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | |
| Honduras | 0.5 | -0.0 | 1.1 | 8.1 | 9.9 | 0.9 | -0.0 | 3.0 | 2.5 | 8.7 | 1.7 | 0.0 | 3.1 | 0.0 | 12.0 | 1.5 | 0.0 | 2.1 | 3.3 | 11.8 | 1.5 | 0.0 | 2.1 | 3.3 | |
| México | 0.9 | 0.5 | -0.3 | 3.9 | 4.5 | 1.0 | -0.2 | -2.0 | 0.9 | -0.4 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 2.3 | 6.3 | 1.6 | 5.2 | 0.7 | -0.5 | 6.5 | 1.6 | 5.2 | 0.7 | -0.5 | |
| Nicaragua b) | 0.2 | 0.0 | -0.1 | 15.6 | 9.4 | 0.0 | 0.0 | 19.2 | 16.6 | 36.3 | 0.0 | 0.0 | 19.9 | 0.6 | 44.3 | 1.0 | 0.0 | 31.6 | -16.3 | 49.6 | 1.0 | 0.0 | 31.6 | -16.3 | |
| Panamá b) | 0.2 | -1.8 | 4.5 | 5.3 | 8.7 | 0.4 | 0.2 | 7.2 | -3.3 | -5.0 | -0.5 | -0.8 | -0.7 | -3.0 | 6.1 | -0.2 | -2.5 | -2.0 | 7.0 | 3.9 | -0.2 | -2.5 | -2.0 | | |
| Paraguay | 1.0 | 0.0 | 5.6 | 3.7 | 10.4 | 0.1 | 0.0 | 1.2 | 1.9 | 8.4 | 1.4 | 0.0 | 1.7 | -1.6 | 9.7 | 2.1 | 0.0 | -0.6 | 0.1 | 10.5 | 2.1 | 0.0 | -0.6 | | |
| Perú | 0.3 | 0.0 | -0.2 | 2.8 | 4.5 | 0.0 | 0.0 | 4.7 | -1.4 | 3.3 | 0.1 | 0.0 | -3.6 | 5.5 | 5.1 | 2.1 | 0.5 | 0.7 | 2.3 | 8.8 | 2.1 | 0.5 | 0.7 | | |
| Rep. Dominicana | 1.3 | 0.0 | 3.1 | 3.1 | 7.7 | 1.4 | 0.0 | -2.0 | 3.5 | 5.5 | 1.7 | 0.0 | -2.5 | 3.1 | 3.7 | 1.8 | 0.0 | -0.3 | -0.7 | 2.4 | 1.8 | 0.0 | -0.3 | | |
| Uruguay | 2.1 | -0.0 | 2.1 | 1.4 | 6.4 | 0.3 | 0.7 | -0.8 | 1.7 | 2.0 | 0.0 | 0.7 | -1.8 | -1.4 | 0.7 | 0.8 | 1.5 | -1.6 | 1.4 | 3.1 | 0.8 | 1.5 | -1.6 | | |
| Venezuela | 0.1 | 0.5 | -1.2 | 4.0 | 4.5 | -0.1 | -0.0 | -1.3 | -1.6 | -2.9 | 1.8 | 17.8 | -4.3 | -17.1 | -5.2 | 0.3 | 0.0 | -1.0 | 1.3 | -0.1 | 0.3 | 0.0 | -1.0 | | |
| América Latina y el Caribe | 0.9 | 0.2 | 0.1 | 4.1 | 5.3 | 0.7 | 0.0 | -0.5 | 1.0 | 1.3 | 0.8 | 1.4 | 0.4 | -0.3 | 2.6 | 1.0 | 2.7 | 0.0 | -0.0 | 4.3 | 1.0 | 2.7 | 0.0 | | |

IED: Inversión extranjera directa, IC: Inversión de cartera, PCP: Préstamos de corto plazo, PLP: Préstamos de largo plazo, BCK: Balance Cuenta de Capitales.

a) BCK no coincide exactamente con la suma de sus componentes debido a la falta de información para algunos países.

b) : Inversión extranjera directa, inversión de cartera y préstamos a corto y largo plazo: cifras preliminares para 1994.

c) : Inversión de cartera y préstamos a corto y largo plazo: cifras preliminares para 1994.

d) : Inversión extranjera directa e inversión de cartera: cifras preliminares para 1994.

FUENTES: Cifras de Balanzas de Pagos del FMI. PIB en dólares corrientes de acuerdo con estimaciones de CEPAL.

CUADRO A-2
SALDOS EN CUENTAS DE CAPITAL CON Y SIN TRANSFERENCIAS UNILATERALES OFICIALES
PAISES DE AMERICA LATINA Y EL CARIBE
(porcentajes promedio del PIB)

| PAISES | 1977-81 | | 1983-89 | | 1990-91 | | 1992-94 | |
|----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | SIN TRANSF. | CON TRANSF. | SIN TRANSF. | CON TRANSF. | SIN TRANSF. | CON TRANSF. | SIN TRANSF. | CON TRANSF. |
| Argentina | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 0.5 | 0.5 | 4.3 | 4.3 |
| Bolivia | 6.6 | 7.4 | 11.0 | 14.6 | 4.2 | 6.9 | 7.9 | 11.6 |
| Brasil | 4.1 | 4.2 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 2.0 | 2.0 |
| Chile | 11.6 | 11.8 | 6.3 | 6.6 | 6.9 | 7.6 | 7.5 | 8.3 |
| Colombia | 3.0 | 3.1 | 2.4 | 2.4 | -0.5 | -0.6 | 2.7 | 2.7 |
| Costa Rica | 12.5 | 12.5 | 6.8 | 10.1 | 5.7 | 7.6 | 5.4 | 6.3 |
| Ecuador | 7.2 | 7.5 | 4.3 | 4.9 | 6.3 | 7.3 | 4.8 | 5.7 |
| El Salvador | 1.8 | 2.3 | 0.7 | 6.2 | 3.4 | 7.3 | 2.4 | 5.6 |
| Guatemala | 2.9 | 2.9 | 4.1 | 4.6 | 5.0 | 5.2 | 6.2 | 6.5 |
| Haití | 8.0 | 13.4 | 5.3 | 12.4 | 1.8 | 10.3 | -1.7 | 4.7 |
| Honduras | 9.2 | 9.9 | 5.3 | 8.7 | 5.4 | 12.0 | 7.7 | 11.6 |
| México | 4.4 | 4.5 | -0.5 | -0.4 | 6.0 | 6.3 | 6.4 | 6.5 |
| Nicaragua | 6.5 | 9.4 | 31.7 | 38.3 | 11.3 | 44.3 | 29.0 | 49.6 |
| Panamá | 7.0 | 8.7 | -7.5 | -5.0 | 4.0 | 8.1 | 0.3 | 3.9 |
| Paraguay | 10.3 | 10.4 | 5.9 | 6.4 | 8.7 | 9.7 | 10.0 | 10.5 |
| Perú | 3.9 | 4.5 | 2.6 | 3.3 | 4.2 | 5.1 | 7.6 | 8.6 |
| Rep. Dominicana | 7.5 | 7.7 | 4.2 | 5.5 | 3.0 | 3.7 | 1.6 | 2.4 |
| Uruguay | 6.3 | 6.4 | 1.8 | 2.0 | 0.5 | 0.7 | 2.9 | 3.1 |
| Venezuela | 4.6 | 4.5 | -2.9 | -2.9 | -5.1 | -5.2 | -0.1 | -0.1 |
| AMERICA LATINA Y EL CARIBE | 5.2 | 5.3 | 1.0 | 1.3 | 2.3 | 2.6 | 4.1 | 4.3 |

FUENTES: Cifras de Balanzas de Pagos del FMI

PIB en dólares corrientes según estimaciones de CEPAL.

Cuadro A-3
SÍNTESIS DE LA EVOLUCIÓN DEL PROCESO DE REFORMAS

| | 1976-79 | 1980-85 | 1986-90 | 1991-95 |
|---|---------------|--------------|---------------|--------------|
| ARGENTINA | | | | |
| Liberalización de importaciones | -R-R-R-R-R- | -A-A-A-A-A-A | -G-G-G-G-G-G- | -R-R-R-R-R-R |
| Promoción de exportaciones | | -R-R-R-R-R-R | ----- | |
| Liberalización cambiaria | -R-R-R-R-R- | -A-A-A-A-A-A | | -R-R-R-R-R-R |
| Apertura de la cuenta de capitales | -R-R-R-R-R- | -A-A-A-A-A-A | ----- | --R-R-R-R-R |
| Apertura a la inversión extranjera | -R-R-R-R-R- | | | |
| Desregulación de la tasa de interés | -R-R-R-R-R- | | | |
| Privatizaciones | | | | -R-R-R-R-R-R |
| CHILE | | | | |
| Liberalización de importaciones | -R-R-R-R-R- | ----- | | -R-R-R-R-R-R |
| Promoción de exportaciones | | | -P-P-P-P-P-P- | |
| Liberalización cambiaria | | | | -R-R-R-R-R-R |
| Apertura de la cuenta de capitales | -P-P-P-P-P-P- | | | |
| Apertura a la inversión extranjera | -R-R-R-R-R- | | | |
| Desregulación de la tasa de interés | -R-R-R-R-R- | | | -P-P-P-P-P-P |
| Privatizaciones | -R-R-R-R-R- | | | |
| COLOMBIA | | | | |
| Liberalización de importaciones | | -R-R-R-R-R-R | -G-G-G-G-G-G- | -R-R-R-R-R-R |
| Promoción de exportaciones | | | -R-R-R-R-R-R- | ----- |
| Liberalización cambiaria | | | | -P-P-P-P-P-P |
| Apertura de la cuenta de capitales | | | | -G-G-G-G-G-G |
| Apertura a la inversión extranjera | | | | -R-R-R-R-R-R |
| Desregulación de la tasa de interés | | | | -R-R-R-R-R-R |
| Privatizaciones | | | | -G-G-G-G-G-G |
| MEXICO | | | | |
| Liberalización de importaciones | | | -P-P-P-P-P-P | |
| Promoción de exportaciones | -R-R-R-R-R- | | ----- | |
| Liberalización cambiaria | | -R-R-R-R-R-R | | |
| Apertura de la cuenta de capitales | | -R-R-R-R-R-R | | -R-R-R-R-R-R |
| Apertura a la inversión extranjera | | -R-R-R-R-R-R | | |
| Desregulación de la tasa de interés | | -G-P-G-P-G-P | | |
| Privatizaciones | | | | -R-R-R-R-R-R |
| PERÚ | | | | |
| Liberalización de importaciones | -G-G-G- | G-G-A-A-A-A- | | -R-R-R-R-R-R |
| Promoción de exportaciones | | -R-R-R-R-R-R | | |
| Liberalización cambiaria | | | | -R-R-R-R-R-R |
| Apertura de la cuenta de capitales | | | | -R-R-R-R-R-R |
| Apertura a la inversión extranjera | | | | -R-R-R-R-R-R |
| Desregulación de la tasa de interés | | | | -R-R-R-R-R-R |
| Privatizaciones | | | | |
| -R-R-R-R- : reforma radical -G-G-G-G : reforma gradual -A-A-A-A : reversión del proceso + + + + - : trabas en la implementación, suspensión de la reforma o aumento transitorio de aranceles -P-P-P-P : proceso parcial | | | | |

Fuente: Moguillansky, G. "Reformas Económicas en América Latina: Una síntesis de la experiencia en once países", CEPAL, LC/R 1606, 1995.

Cuadro A-4

(CONTINUACIÓN)

EQUIVALENCIAS DE RIESGO DE CATEGORÍAS DE LARGO PLAZO

| | STANDARD & POOR'S | I.B.C.A | DUFF & PHELPS | MOODY'S |
|---------------------------|---|---|---|--|
| GRADO DE INVERSIÓN | AAA AA+ AA AA- A+ A A- BBB+ BBB BBB- | AAA AA+ AA AA- A+ A A- BBB+ BBB BBB- | AAA AA+ AA AA- A+ A A- BBB+ BBB BBB- | Aaa Aa1 Aa2 Aa3 A1 A2 A3 Baa1 Baa2 Baa3 |

| | | | | |
|------------------------------|--|--|--|---|
| GRADO DE ESPECULACIÓN | BB+ BB BB- B+ B B- CCC+ CCC CCC- CC C D | BB+ BB BB- B+ B B- CCC+ CCC CCC- CC+ CC CC- C+ C C- D | BB+ BB BB- B+ B B- CCC CC C D | Ba1 Ba2 Ba3 B1 B2 B3 Caa Ca C |
|------------------------------|--|--|--|---|

Fuente: Duff & Phelps, Ratings Guide, diversos números, Nueva York.
 I.B.C.A., Ratings, diversos números, Nueva York.
 Moody's Global Ratings Guide, diversos números, Nueva York.
 Standard & Poor's, Ratings Handbook, diversos números, Nueva York.

CUADRO A-5

TASAS DE INTERES PASIVAS (i*p) Y ACTIVAS (i*a) EQUIVALENTES EN DOLARES 1]
 PAISES CON ALTAS ENTRADAS DE CAPITAL EN 1992-94
 (en %)

| Países | 1989 | | 1990 | | 1991 | | 1992 | | 1993 | | 1994 | | 1995 | |
|-----------|---------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| | i* p. | i* a | i* p. | i* a | i* p. | i* a | i* p. | i* a | i* p. | i* a | i* p. | i* a | i* p. | i* a |
| Argentina | n.d | n.d | 40.70 | n.d | -17.18 | n.d | 12.61 | n.d | 10.12 | n.d | 8.00 | 0.982 | n.d | n.d |
| Chile | 17.15 | 24.67 | 22.85 | 30.34 | 6.81 | 12.25 | 13.95 | 19.4 | 6.03 | 11.47 | 10.81 | 15.84 | 20.35 | 25.04 |
| Colombia | 4.55 | 11.83 | 3.9 | 10.6 | 8.55 | 16.63 | 5.64 | 14.47 | 10.67 | 18.94 | 32.19 | 43.53 | 22.45 | 32.07 |
| Ecuador | -19.63 | -25.46 | -1.6 | -5.75 | 3.87 | 7.64 | 0.12 | 9.24 | 5.49 | 18.17 | 16.76 | 25.79 | 22.76 | 33.34 |
| México | 25.88 | n.d | 17.82 | n.d | 9.15 | n.d | 12.8 | n.d | 14.68 | n.d | 4.56 | n.d | -26.82 | n.d |
| Paraguay | n.d | n.d | 5.57 | 12.51 | 13.71 | 25.23 | 6.13 | 13.03 | 3.24 | 10.58 | 14.28 | 22.95 | 17.54 | 27.06 |
| Perú | 1135.59 | 1515.9 | n.d | n.d | -34.19 | 107.12 | -1.00 | 69.78 | -9.69 | 23.68 | 10.83 | 39.14 | 13.00 | 33.07 |
| Estados U | 9.09 | 10.92 | 8.16 | 10.01 | 5.84 | 8.46 | 3.68 | 6.25 | 3.17 | 6.00 | 4.63 | 7.14 | 5.92 | 8.83 |

1] i* p : tasa de interés nominal anual sobre depósitos deflactada por la variación en el tipo de cambio oficial anual promedio.

i* a : tasa de interés nominal anual sobre préstamos deflactada por la variación en el tipo de cambio oficial anual promedio.

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1996.

CUADRO A-6
PAISES DE AMERICA LATINA:
RESUMEN DEL PROCESO DE APERTURA COMERCIAL

| Países | Inicio del programa | Último año evaluado del programa | Arancel máximo | | Numeros de tramos | | Arancel promedio | |
|--------------|---------------------|----------------------------------|----------------|-------|-------------------|-------|------------------|---------|
| | | | Inicial | Final | Inicial | Final | Inicial | Final |
| Argentina a/ | 1989 | 1995 | 65 | 33 | - | 11 b/ | 39 | 13.4 |
| Bolivia | 1986 | 1995 | 150 | 10 | - | 2 | 12 | 9.7 |
| Brasil | 1987 | 1995 | 105 | 20 b/ | 29 | 11 b/ | 51 | 12.0 c/ |
| Chile d/ | 1984 | 1995 | 35 | 11 | - | - | 35 | 11 |
| Colombia | 1990 | 1995 | 100 | 20 | 14 | 4 | 44 | 13.4 |
| Costa Rica | 1986 | 1995 | 100 | 20 e/ | - | 4 e/ | 27 | 14.0 e/ |
| Jamaica | 1989 | 1991 | - | - | - | - | 50 | 20.3 |
| México | 1985 | 1995 | 100 | 20 f/ | 10 | 7 f/ | 24 | 12.0 g/ |
| Perú | 1990 | 1995 | 108 | 25 | 56 | 3 | 66 | 16.3 |
| Venezuela | 1989 | 1995 | 135 | 20 | 41 | 4 | 35 | 13.4 |

FUENTE: CEPAL, Estudio Económico de América Latina y el Caribe 1995-96. Cuadro III-2.

a/ Los niveles arancelarios incluyen una sobretasa de 3%. b/ No se considera la elevación temporal de aranceles de marzo de 1995, que incrementó a 70% la tarifa para 109 ítems de los rubros: vehículos para pasajeros y aparatos electrodomésticos. c/ El arancel promedio con inclusión de la elevación temporal mencionada en la nota b/ asciende a 12.7%. d/ La primera liberalización comercial de Chile fue completada en 1979. El arancel uniforme de 10% rigió hasta 1982. En 1984 se elevó el arancel de importación a 35% y se redujo sucesivamente a 20% en 1985, 15% en 1988 y 11% en 1991, nivel que se mantiene actualmente. e/ Los datos corresponden al arancel del MCCA. Está libre el 95% del universo arancelario y en los restantes 5% los países pueden aplicar tarifas mayores o menores de las acordadas. Las tarifas mayores suelen ser aplicadas a los textiles, tejidos, prendas de vestir y calzado y en caso de los productos esenciales se admiten tarifas menores, hasta 1%. En el caso de Costa Rica hay que considerar que el país aplica desde fines de Marzo de 1995 una sobretasa temporal de 8% para fines fiscales. Esta sobretasa no se encuentra aún incluida en el arancel máximo y el arancel promedio presentados en este cuadro, que en ambos casos subirían entonces en 8%. f/ No considera la elevación temporal de aranceles de principios de 1995, que afectó a 65 ítems con tasas entre 25% y 260%. g/ EL arancel promedio con inclusión de la elevación temporal mencionada en la nota e/ asciende a 13.5%.

CUADRO A-7
CRISIS FINANCIERAS RECIENTES
AMERICA LATINA Y OTROS PAISES

| Países | Años | Costo rescate /PIB (%) | Cartera vencida /total (%) | Bancos insolventes (número) |
|-----------------------|---------|------------------------|----------------------------|-----------------------------|
| América Latina | | | | |
| Argentina | 1995 | ... | 28.00 | 47 |
| Bolivia | 1994-95 | 4.20 | ... | 3 |
| Brasil | 1995 | 5.00 | ... | 17 |
| Ecuador | 1996 | 1.10 | ... | 2 |
| México | 1995 | 5.70 | 20.00 | 10 |
| Paraguay | 1995 | 4.11 | ... | 8 |
| Venezuela | 1993-94 | 13.00 | 9.30 | 19 |
| Otros países | | | | |
| Finlandia | 1991-93 | 8.20 | 9.30 | ... |
| Noruega | 1988-92 | 4.50 | ... | ... |
| Suecia | 1991-92 | 4.50 | ... | ... |
| Estados Unidos | 1991 | 5.10 | 4.80 | ... |

FUENTE: CEPAL, Estudio Económico de América Latina y el Caribe 1995-96, Cuadro IV-1

CUADRO A-8

SUMA DEL DINERO Y CUASIDINERO EN PAISES DE AMERICA LATINA Y EL CARIBE
(porcentajes del PIB)

| Países | 1991 | 1994 | 1995 |
|-----------|-------|-------|-------|
| Argentina | 10.6 | 17.6 | n.d |
| Chile | 39.4 | 36.6 | 37.8 |
| Colombia | 18.03 | 22.7 | n.d. |
| Ecuador | 22.39 | 18.72 | 22.49 |
| México | 28.04 | 33.14 | 35.11 |
| Paraguay | 13.99 | 18.25 | 18.45 |
| Perú | 11.89 | 17.83 | 18.73 |

FUENTE: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1996.

Recuadro 1

POLÍTICA DE AHORRO EN CHILE

El ahorro de las empresas ha sido el principal componente en el incremento del ahorro nacional, al aumentar desde un 5.4% del PIB en 1985 a un 16.4% en 1994. Los incentivos a la formación de capital de las empresas derivaron principalmente de la reforma tributaria de 1984 y que entró en total aplicación en 1987. Esta reforma redujo radicalmente la tasa de impuesto a las utilidades retenidas de las sociedades anónimas y de las sociedades limitadas de un 46% y 31.5% respectivamente a un 10% en ambos casos, y dejó el impuesto sobre las utilidades distribuidas en 31.5%. Las acciones de primera emisión también han contado con importantes franquicias tributarias.

El gobierno ha desplegado un persistente esfuerzo de ahorro. Este aumentó desde un 0.4% del PIB en 1985 a un 5.1% en 1994, no obstante que el déficit previsional de la reforma al sistema de pensiones recargó el presupuesto público en el equivalente de 4.5% del PIB en 1990-94.

El ahorro de las personas se ha basado en el ahorro previsional mandatorio en fondos de pensiones con capitalización en cuentas individuales que se introdujeron a fines de 1980, y en el ahorro previo para vivienda de grupos de ingresos medios y bajos. Este último está ligado a importantes subsidios y forma parte de un sistema de financiamiento de la vivienda que se ha consolidado en los noventa.

Fuente: P. Arrau, Nota sobre el Aumento del Ahorro Nacional en Chile: 1980-94, Serie Financiamiento del Desarrollo N° 39, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Santiago de Chile, 1996.

Recuadro 2

DESARROLLO DEL MARCO INSTITUCIONAL Y DE REGULACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y DEL MERCADO DE VALORES EN CHILE

| | | |
|------------|--|---|
| Nov. 1980 | D.L. N° 3500 | Creación sistema privado de pensiones incluyendo administradoras de pensiones (AFP) y Superintendencia de administradoras de fondos (SAFP). |
| Dic. 1980 | D.L. N° 3538 | Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) |
| Ag. 1981 | Ley N° 18 022 | Modifica Ley Orgánica de Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), ampliando poderes del Superintendente. |
| Oct. 1981 | Ley N° 18 045 | Ley del Mercado de Valores |
| Oct. 1981 | Ley N° 18 046 | Ley de Sociedades Anónimas |
| Dic. 1985 | SVS Circular 574 | Define personas relacionadas |
| Enero 1986 | SVS Circular 585 | Obliga a informar sobre transacciones accionarias efectuadas por mayoritarios, directores y ejecutivos. |
| Marzo 1986 | SVS Circular 601 | Obliga a informar cualquier operación o evento que pueda afectar significativamente los negocios de sociedades anónimas abiertas. |
| Nov. 1986 | Ley N° 18 576 | Ley General de Bancos. Modifica el D.F.L. 252 de 1960, fortaleciendo sustancialmente la legislación bancaria. |
| Oct. 1987 | Ley N° 18 660 | Obliga a clasificación continua de los valores de oferta pública según categorías de riesgo. |
| Jul. 1989 | Ley N° 18 815 | Ley de Fondos de Inversión. Permite a los fondos de pensiones invertir en propiedades, valores mobiliarios y capital de riesgo. |
| Dic. 1989 | Ley N° 18 876 | Norma constitución y operación de entidades privadas de custodia de valores. |
| Mayo 1992 | Acuerdo de Comisión Clasificadora de Riesgos | Autoriza a Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) a invertir en proyectos sin historia. |
| Mayo 1993 | SAFP Circular 776 | Obliga a entregar información estandarizada sobre rentabilidad de las cuentas individuales según tramos de ingreso de los afiliados. |
| Marzo 1994 | Ley N° 19 301 | Modifica cuerpos legales relativos al mercado de valores: las AFP, las compañías de seguro, los fondos de inversión y los fondos mutuos. Estas modificaciones se refieren principalmente a los siguientes aspectos: i) crea empresa "securitizadora"; ii) perfecciona "industria" clasificadora de riesgos; iii) precisa responsabilidades de los corredores de bonos; iv) crea fondos de inversión de desarrollo de empresas (FIDE); v) fortalece regulación de solvencia de las compañías de seguro; vi) flexibiliza límites de inversión de las AFP; y vii) norma factores de riesgo para inversiones de las AFP en el exterior. |
| Enero 1995 | Acuerdo Banco Central | Aumenta límite de un 3% a un 6% de la inversión de los Fondos de Pensiones en el exterior. |

Fuente: P. Arrau, Fondos de Pensiones y Desarrollo del Mercado de Capitales en Chile: 1980-93. Serie Financiamiento del Desarrollo N° 19, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Santiago de Chile, 1994. Santiago de Chile, 1994. Banco Central de Chile, 1995, Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

Serie Financiamiento del Desarrollo *

- | Nº | Título |
|----|--|
| 1 | "Regulación y supervisión de la banca en la experiencia de liberalización financiera en Chile (1974-1988)" (LC/L.522), noviembre de 1989 |
| 2 | "Ahorro e inversión bajo restricción externa y focal. El caso de Chile 1982-1987" (LC/L.526), diciembre de 1989 |
| 3 | "Los determinantes del ahorro en México" (LC/L.549), febrero de 1990 |
| 4 | "Ahorro y sistemas financieros: experiencia de América Latina. Resumen y conclusiones" (LC/L.553), abril de 1990 |
| 5 | "La cooperación regional en los campos financiero y monetario" (LC/L.603), noviembre de 1990 |
| 6 | "Regulación del sistema financiero y reforma del sistema de pasivos: experiencias de América Latina" (LC/L.609), enero de 1991 |
| 7 | "El leasing como instrumento para facilitar el financiamiento de la inversión en la pequeña y mediana empresa de América Latina" (LC/L.652), noviembre de 1991 |
| 8 | "Regulación y supervisión de la banca e instituciones financieras" (LC/L.655), noviembre de 1991 |
| 9 | "Sistemas de pensiones de América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma" (LC/L.656), noviembre de 1991 |
| 10 | "¿Existe aún una crisis de deuda latinoamericana?" (LC/L.664), diciembre de 1991 |
| 11 | "La influencia de las variables financieras sobre las exportaciones bajo un régimen de racionamiento de crédito: una aproximación teórica y su aplicación al caso chileno" (LC/L.721), noviembre de 1992 |
| 12 | "Las monedas comunes y la creación de liquidez regional" (LC/L.724), diciembre de 1992 |
| 13 | "Análisis estadístico de los determinantes del ahorro en países de América Latina. Recomendaciones de política" (LC/L.755), junio de 1993 |
| 14 | "Regulación, supervisión y desarrollo del mercado de valores" (LC/L.768), julio de 1993 |

* El lector interesado en números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la Unidad de Financiamiento de la División de Comercio Internacional, Transporte y Financiamiento, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago de Chile.

- 15 "Empresas de menor tamaño relativo: algunas características del caso brasileño" (LC/L.833), mayo de 1994
- 16 "El acceso de las pequeñas y medianas empresas al financiamiento y el programa nacional de apoyo a la PYME del Gobierno chileno: balance preliminar de una experiencia" (LC/L.834), mayo de 1994
- 17 "La experiencia en el financiamiento de la pequeña y mediana empresa en Costa Rica" (LC/L.835), mayo de 1994
- 18 "Acceso a los mercados internacionales de capital y desarrollo de instrumentos financieros: el caso de México" (LC/L.843), junio de 1994
- 19 "Fondos de pensiones y desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1980-1993" (LC/L.839), mayo de 1994
- 20 "Situación y perspectivas de desarrollo del mercado de valores del Ecuador" (LC/L.830), junio de 1994
- 21 "Integración de las bolsas de valores en Centroamérica" (LC/L.856), agosto de 1994
- 22 "La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos" (LC/L.853), agosto de 1994
- 23 "Movimientos de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile" (LC/L.854), agosto de 1994
- 24 "Corrientes de fondos privados europeos hacia América Latina: hechos y planteamientos" (LC/L.855), agosto de 1994
- 25 "El movimiento de capitales en la Argentina" (LC/L.857), agosto de 1994
- 26 "Repunte de los flujos de capital y el desarrollo: implicaciones para las políticas económicas" (LC/L.859), agosto de 1994
- 27 "Flujos de capital: el caso de México" (LC/L.861), agosto de 1994
- 28 "El financiamiento latinoamericano en los mercados de capital de Japón" (LC/L.862), agosto de 1994
- 29 "Reforma a los sistemas de pensiones en América Latina y el Caribe" (LC/L.879), febrero de 1995
- 30 "Acumulación de reservas internacionales: sus causas efectos en el caso de Colombia" (LC/L.901), julio de 1995
- 31 "Financiamiento de las unidades económicas de pequeña escala en Ecuador" (LC/L.903), septiembre de 1995

- 32 "Acceso de la pequeña y microempresa al sistema financiero en Bolivia: situación actual y perspectivas" (LC/L.907), septiembre de 1995
- 33 "Private international capital flows to Brazil" (LC/L.909), octubre de 1995
- 34 "Políticas de financiamiento de las empresas de menor tamaño: experiencias recientes en América Latina" (LC/L.911), octubre de 1995
- 35 "Flujos financieros internacionales privados de capital a Costa Rica" (LC/L.914), octubre de 1995
- 36 "Distribución del ingreso, asignación de recursos y shocks macroeconómicos. Un modelo de equilibrio general computado para la Argentina en 1993" (LC/L.940), mayo de 1996
- 37 "Operación de conglomerados financieros en Chile: una propuesta" (LC/L.949), julio de 1996
- 38 "Efectos de los shocks macroeconómicos y de las políticas de ajuste sobre la distribución del ingreso en Colombia" (LC/L.965), agosto de 1996
- 39 "Nota sobre el aumento del ahorro nacional en Chile, 1980-1994" (LC/L.984), octubre de 1996
- 40 "Flujos de capital externo en América Latina y el Caribe: experiencias y políticas en los noventa" (LC/L.1002), abril de 1997