

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

23

**MOVIMIENTOS DE CAPITAL, ESTRATEGIA
EXPORTADORA Y ESTABILIDAD
MACROECONÓMICA EN CHILE**



NACIONES UNIDAS

PROYECTO NUEVOS FLUJOS FINANCIEROS HACIA AMÉRICA LATINA

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

**MOVIMIENTOS DE CAPITAL, ESTRATEGIA
EXPORTADORA Y ESTABILIDAD
MACROECONÓMICA EN CHILE**



NACIONES UNIDAS

**COMISIÓN ECONOMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
PROYECTO NUEVOS FLUJOS FINANCIEROS HACIA AMÉRICA LATINA**

Santiago de Chile, agosto de 1994

LC/L.854
Agosto de 1994

Este trabajo fue preparado por los señores Ricardo Ffrench-Davis, Asesor Regional Principal de CEPAL, Manuel Agosin, de la Escuela de Economía y Administración para Graduados, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad de Chile, y Andras Uthoff, Asesor Regional en Política Monetaria y Financiera de CEPAL, para el Proyecto "Nuevos Flujos Financieros hacia América Latina". Los puntos de vista expresados en este estudio, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de sus autores y pueden no coincidir con los de la Organización.

El Proyecto "Nuevos Flujos Financieros hacia América Latina" fue realizado por la CEPAL, en colaboración con el Instituto Norte-Sur de Ottawa, Canadá. El proyecto contó con el apoyo financiero del Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (CIID) de Canadá. Los siete estudios preparados serán publicados en español por el Fondo de Cultura Económica de México, y una versión en inglés será publicada por Lynne Rienner, Boulder, Colorado.

Los autores agradecen los comentarios de Guillermo Calvo, Vittorio Corbo, Rodrigo Vergara y Joaquín Vial, y los valiosos aportes de Alvaro Calderón y Daniel Titelman.

INDICE

Página

Prefacio	5
INTRODUCCION	9
I. CARACTERISTICAS DE LOS NUEVOS FLUJOS DE CAPITAL	11
1. La inversión extranjera directa	13
2. Las inversiones de cartera	15
3. Los flujos especulativos	17
4. Inversiones en el exterior	19
5. La recomposición de los pasivos externos	20
II. EQUILIBRIOS MACROECONOMICOS, DESARROLLO E INGRESOS DE CAPITALES	21
1. La política macroeconómica y el carácter de los movimientos de capitales	21
2. La trayectoria de la política cambiaria	23
3. Las políticas monetaria y fiscal	28
III. EFECTOS SOBRE LA INVERSION	33
1. Impacto general de los flujos de capital	33
2. Tipo de cambio, inversión en rubros exportables e importaciones de bienes de capital	34
IV. CONCLUSIONES	37
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	41
Anexo 1: CUADROS ESTADISTICOS	45
Anexo 2: GRAFICOS	55

PREFACIO

Le estamos muy agradecidos al IDRC por responder rápidamente a la necesidad de investigación en este nuevo e importante tema y por proporcionar apoyo financiero al proyecto. Queremos también expresar nuestra gratitud a la CEPAL por su respaldo intelectual y financiero al proyecto así como por acoger en su sede la realización de dos talleres, y al Banco Mundial por aportar un estudio realizado por miembros de su personal.

Este proyecto tiene algunas características singulares. Una es la interacción de especialistas de alto nivel, tanto académicos como responsables de formular las políticas, y de expertos de los países desarrollados y en desarrollo. El proyecto se benefició también de la participación de colegas de los organismos internacionales, como la CEPAL, el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Interamericano de Desarrollo.

Una segunda característica de los proyectos del IDRC, aplicada también al presente estudio, es el uso de varias reuniones de autores, con comentaristas invitados, para enriquecer los resultados y compartir las experiencias. De ese modo, se realizó la primera reunión en marzo de 1993 en Santiago, en la sede de CEPAL, para analizar un documento marco de referencia para el proyecto preparado por Roy Culpeper y Stephany Griffith-Jones, así como esquemas de trabajos sobre estudios de casos. Se realizó una segunda reunión en la CEPAL en Santiago en diciembre de 1993 con el fin de examinar los borradores de los trabajos que se incluyen en esta serie de documentos. En esta última reunión, se contó con valiosos aportes hechos por comentaristas, entre ellos representantes del Banco Central de Chile y del Ministerio de Hacienda, del Banco de la Reserva Federal de Dallas, Estados Unidos, del Banco Mundial, del Banco Interamericano de Desarrollo y del Fondo Monetario Internacional, de instituciones financieras privadas (británicas, norteamericanas y chilenas), así como de académicos.

Además, se llevaron a cabo en Londres (en el Instituto de Estudios Latinoamericanos de la Universidad de Londres), en Washington, D.C. (en la Brookings Institution y en el Banco Interamericano de Desarrollo) y en Nueva York (en las Naciones Unidas) una serie de reuniones finales muy exitosas, cuyo objetivo era presentar los resultados del proyecto a académicos de alto nivel, financistas privados, representantes de bancos centrales y periodistas. Les estamos muy agradecidos a Victor Bulmer-Thomas (en Londres), Nora Lustig y Robert Devlin (en Washington) y Cristián Ossa (en Nueva York) por su decisiva ayuda en la organización de reuniones de tan alto nivel. Agradecemos también en forma muy especial a Enrique Iglesias, Presidente del Banco Interamericano de Desarrollo, y a Jean Claude Milleron, Subsecretario General de las Naciones Unidas, sus estimulantes y agudos comentarios.

Los trabajos incluidos en el presente proyecto se dividen en tres grupos. El primero aborda las fuentes de flujos financieros, haciendo una distinción entre los créditos y las inversiones de Estados Unidos y Canadá (fuente principal de los flujos privados hacia América Latina en el decenio de 1990), los créditos e inversiones de Europa (los flujos provenientes de Europa, aunque en el segundo lugar en importancia después de los de los Estados Unidos, son de mayor trascendencia de lo que generalmente se percibe en la región de América Latina), y los fondos provenientes de Japón (caracterizados hasta ahora por su nivel más bien bajo).

Si bien en este proyecto se establece una diferencia entre la escala, las características y las motivaciones de los inversionistas y prestamistas de América del Norte, Europa y Japón (distinción que a nuestro entender es valiosa para lograr una mejor comprensión de los diferentes mercados), vale la pena mencionar los límites de esa distinción, debido a la tendencia hacia la universalización de los mercados financieros. Cada uno de los trabajos sobre las fuentes de los flujos financieros analiza separadamente la inversión extranjera directa, los valores (tanto bonos como acciones) y los créditos bancarios; cada uno de ellos examina las motivaciones de los prestamistas y los inversionistas, así como la reglamentación existente que afecta a dichos flujos.

El segundo grupo de trabajos trata en profundidad las características de los flujos de capital y sus efectos macroeconómicos, al igual que la respuesta de las autoridades económicas en materia de políticas en tres países de América Latina: Argentina, Chile y México. Los tres países se hallan entre los que han experimentado aumentos particularmente considerables de afluencia de capital durante el decenio en curso, con un incremento especialmente notable en el caso de México. Se hace hincapié en la variedad de las respuestas de las autoridades económicas a las cuantiosas corrientes de capital en los tres países; esas respuestas se relacionan fundamentalmente con los intentos: a) por moderar el efecto de los ingresos de capital en la apreciación del tipo de cambio (especialmente en el caso de Chile); b) por reducir el efecto monetario de las operaciones de divisas, y c) por moderar la afluencia de capital, en especial el de corto plazo (como se hizo en México y especialmente en Chile).

En la tercera sección de grupo de trabajos se exponen las repercusiones en materia de políticas para los países receptores, y las enseñanzas dejadas por los estudios de casos de los mercados. Un tema importante de esta sección es que el hecho de que se hayan reanudado los flujos de capital privado hacia América Latina debe acogerse con beneplácito, debido tanto a su potencial aporte positivo a la recuperación de la actividad económica y desarrollo de la región, como a las mayores posibilidades de rentabilidad para los inversionistas y prestamistas de los países industriales; sin embargo, para hacer sostenibles los beneficios mutuos de esos flujos, los gobiernos de los países originarios del financiamiento y los de los países receptores deberían adoptar ciertas medidas. Entre las que se han analizado se hallan un mejor seguimiento de los flujos de fondos y una supervisión coordinada de las mismas. Se identifican los vacíos en materia de regulación, que deben corregirse con cierta urgencia, como la reglamentación mundial de los valores mobiliarios. De igual importancia es que en los países receptores se adopten medidas macroeconómicas adecuadas (por ejemplo, para evitar la excesiva apreciación cambiaria) con el fin de hacer sostenibles a largo plazo los beneficios de los flujos privados de capital.

Los trabajos que componen el proyecto se escribieron principalmente en un período de abundancia (y en verdad de sobreabundancia) de flujos de capital destinados a América Latina, y prevalecían los temas relacionados con la gestión de dicha abundancia. En momentos en que se publica este documento (mediados de 1994), hay

incertidumbre con respecto a la sostenibilidad de esos flujos de financiamiento a los niveles recientes. Estas eventuales nuevas tendencias son consistentes con el énfasis que hemos dado a la inestabilidad de importantes componentes de esos flujos y a sus implicaciones de política económica.

Queremos agradecer la colaboración técnica de Alvaro Calderón y Daniel Titelman y la valiosa labor de preparación del manuscrito final efectuada por la Sra. Lenka Arriagada.

Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones
Coordinadores del Proyecto
Santiago, CEPAL, junio de 1994

INTRODUCCION

Este trabajo tiene por objeto analizar los factores determinantes, el manejo macroeconómico y los efectos de los flujos de capitales extranjeros sobre la economía chilena. En el período 1982-87, la restricción principal que experimentaba la economía chilena era la escasez de divisas producto de la crisis de la deuda. Desde entonces, ha debido enfrentar la problemática opuesta que emergió, primero, de un alza notable del precio del cobre, y luego de la abundancia de capitales extranjeros. Los efectos más importantes de la renovada afluencia de capitales han sido su impacto positivo sobre la inversión, y su presión sobre el nivel de actividad económica, la oferta monetaria y hacia la apreciación cambiaria.

Para contrarrestar el efecto sobre el tipo de cambio, las autoridades han recurrido a una serie de medidas que han puesto una cuña entre los mercados financieros de corto plazo nacionales y externos. El objetivo principal ha sido impedir una apreciación cambiaria como la experimentada en el período anterior de gran afluencia de capitales (1978-81) y crear un espacio para la política monetaria interna; con ello, el Banco Central pudo moderar sus efectos negativos sobre la sustentabilidad de los equilibrios macroeconómicos y la expansión de las exportaciones, que han liderado el crecimiento económico chileno reciente. El efecto monetario de la intervención del Banco Central en el mercado cambiario fue contrarrestado con la esterilización del correspondiente aumento de la liquidez.

Se han utilizado cuatro instrumentos básicos con el propósito de neutralizar los efectos que, como resultado de la afluencia de capitales de corto plazo, puedan resultar incompatibles con los objetivos de la estrategia de desarrollo exportador. Estos instrumentos son: la aplicación de impuestos y requerimientos de reservas (encajes) a la entrada de capitales; una política cambiaria sustentada en la flotación sucia del tipo de cambio en torno a un valor de referencia determinado sobre la base de una canasta de monedas; las operaciones de mercado abierto a fin de esterilizar los efectos monetarios de las transacciones cambiarias; la regulación prudencial de los mercados financieros.

Con las medidas adoptadas se logró moderar la apreciación cambiaria inevitable que conlleva la nueva afluencia de capitales extranjeros. De todos modos, entre los primeros trimestres de 1991 y 1993 hubo una revaluación real de 15%.¹; luego en 1993, el tipo de cambio real mostró una leve recuperación. Es difícil determinar con certeza cuál ha sido el impacto de la apreciación sobre la inversión en rubros exportables. Es probable que el crecimiento de las exportaciones no tradicionales, así como la inversión en dichos rubros, tenga un fuerte componente inercial.

¹ El tipo de cambio real se define como el precio nominal del dólar multiplicado por el cociente entre la inflación externa relevante y las tasas de inflación interna. Esta se mide por el índice de precios al consumidor (IPC). La inflación externa se calcula con los índices de precios al por mayor (IPM), expresados en dólares, de los principales socios comerciales de Chile, ponderados por la importancia relativa del comercio -excluidos el petróleo y el cobre- que Chile realiza con ellos (Feliú, 1992).

Si bien el análisis se concentra en los años 1987-93, se hace referencia al período 1978-81, durante el cual se llevó a cabo la mayor parte de la liberalización financiera externa en Chile. Estos dos períodos se caracterizaron por fuertes entradas de capitales, las cuales fueron manejadas por la autoridad económica en forma muy diferente.

En la sección I de este estudio se describen las características de los flujos de capitales y se analizan sus determinantes. Se pone especial énfasis en tres tipos de flujos distintos: la inversión extranjera directa (IED), las nuevas formas de inversión de cartera (la bolsa de valores, los fondos mutuos de inversión y la colocación de títulos chilenos en la Bolsa de Nueva York), y otras corrientes de capitales especulativos.

En la sección II se analiza el manejo de dichos flujos, desde las perspectivas de la estrategia exportadora, los equilibrios macroeconómicos, y las políticas fiscal, monetaria y cambiaria. En lo que se refiere a la política monetaria, se estudian las medidas adoptadas en el actual período de entrada de capitales, comparándolas con aquellas tomadas durante 1978-81. En cuanto a la política cambiaria, se discuten las medidas adoptadas respecto al tipo de cambio y su efectividad para moderar notablemente la apreciación que podría haberse registrado si las autoridades económicas no hubieran intervenido.

En la sección III se analizan los efectos de los flujos de capitales sobre la inversión nacional. Uno de los resultados del estudio es que, en parte gracias a las políticas adoptadas, los flujos de capitales han tomado preponderantemente la forma de IED. Si bien no toda la IED se materializa como inversión nueva (a veces es solamente compra de activos existentes), se intenta determinar en forma aproximada cuál habría sido la contribución efectiva de la IED a la inversión total.

El estudio termina con una sección de conclusiones donde se extraen algunas lecciones de política para enfrentar bruscas entradas de capitales y apreciaciones del tipo de cambio real. La regulación de los movimientos de capitales ha logrado importantes objetivos altamente interrelacionados. Primero, desarrollar instrumentos de política que sirvan de incentivos o barreras a la entrada y salida de capitales, o cumplan ambos objetivos. Segundo, regular los mercados cambiarios y monetarios para influir sobre los precios relativos macroeconómicos básicos, a fin de intentar que éstos no se desvíen significativamente de su trayectoria de equilibrio de largo plazo, por cuanto eso afectaría la asignación de recursos para el crecimiento sustentable. Tercero, un grado de manejo sobre los agregados monetarios y sobre los elementos determinantes de la demanda agregada, de manera de influir positivamente sobre la formación de capital y su productividad.

I. CARACTERISTICAS DE LOS NUEVOS FLUJOS DE CAPITAL

En las últimas dos décadas, la liberalización drástica de la economía chilena se ha reflejado en todos los ámbitos de la política económica. En el campo comercial, entre 1974 y 1979 se eliminaron todas las medidas no arancelarias y se redujo el arancel a una tasa uniforme de 10% (11% en la actualidad). En lo que concierne a la cuenta de capital de la balanza de pagos, la mayor parte de la liberalización de las entradas de capital y del mercado financiero interno se llevó a cabo en los años setenta y comienzos de los ochenta, aún cuando los ingresos y egresos todavía están sujetos a ciertos controles, que han sido liberalizados parcialmente desde 1991. Sin embargo, en 1986 se estableció un estricto sistema de supervisión prudencial sobre las entidades bancarias y desde 1991 se han reimpuesto diversas regulaciones para hacer frente a la abundancia (coyuntural) de divisas.

El crecimiento económico, que ha tenido fuertes altibajos en el último cuarto de siglo, ha sido liderado por las exportaciones, cuya participación en el producto interno bruto (PIB) ha aumentado notablemente (desde menos del 15% en 1974 hasta más de un tercio en la actualidad, en precios de 1977). El mayor crecimiento ha correspondido a nuevas exportaciones, incluidos los productos hortofrutícolas, los forestales, los productos del mar (en particular la harina de pescado y el salmón) y un grupo creciente de rubros manufacturados, entre los cuales destacan el papel y la celulosa y productos varios. La inversión en capital fijo ha sido débil durante casi todo el período. Sin embargo, empezó a recuperarse desde fines de los años ochenta y luego a crecer, logrando superar el 20% del PIB (en pesos de 1977) en 1993.²

Después de la depresión de 1982-83, durante la cual el PIB cayó 15%, la economía chilena ha venido manifestando una recuperación sostenida, con una leve interrupción primero en 1985, como resultado de políticas deliberadas para reequilibrar las cuentas externas y fiscales, y luego en 1990 para bajar la inflación y el exceso de demanda agregada respecto de la capacidad productiva, generados por un fuerte aumento del gasto en el último bienio del gobierno militar. Este crecimiento del PIB ha estado asociado con una bonanza de las exportaciones no tradicionales, una recuperación de la inversión, un precio muy alto del cobre y posteriormente una fuerte entrada de capitales privados.

La recuperación de los flujos de capital voluntario privado empezó a manifestarse en 1987 (véase cuadro 1). Desde esa fecha hasta 1989, los ingresos de capital aumentaron en forma sostenida, pero en montos efectivos que lo sitúan en niveles inferiores al promedio de 1983-86. Creció espectacularmente la partida correspondiente a las conversiones de deuda en capital accionario. El despegue de los aportes en efectivo se inició en 1990 y aumentó fuertemente en 1993. El rubro más importante fue la

² El Banco Central (1993) ha publicado nuevas cuentas nacionales (con base en 1986); éstas dan tasas de inversión con inflexiones parecidas a las cuentas basadas en el año 1977, pero con niveles notablemente más altos que en la serie anterior (véase el cuadro 8). En este artículo trabajaremos con las cuentas nacionales anteriores.

inversión extranjera directa efectiva³. Otros componentes significativos entre 1989 y 1993 fueron los préstamos privados de corto plazo, y el retorno a partir de 1991 de los préstamos privados voluntarios de mediano y largo plazo.

Las inversiones de cartera, que aparecieron en 1989, constituyen un fenómeno nuevo. La mayor parte de estas inversiones son canalizadas a través de dos vías: fondos mutuos extranjeros, organizados específicamente para invertir en acciones de sociedades anónimas chilenas y de otras sociedades latinoamericanas; emisiones de acciones de varias empresas chilenas en el mercado bursátil estadounidense a través de los American Depositary Receipts (ADR). Otro fenómeno reciente, de sentido opuesto, es la aparición en 1991 de una corriente significativa de exportación de capital por empresas chilenas, la cual ha tomado la forma de inversiones directas y de compra de activos en el exterior, especialmente en Argentina.

Es interesante colocar los flujos de capital del período 1987-93 en el contexto de la evolución de los mismos desde 1978⁴. Los ingresos netos de capital en 1978-81 representaron entre el 11 y el 14% del PIB a precios corrientes (véase cuadro 2). Si se mide esta proporción en precios y dólares de 1977, ella se sitúa entre el 11 y el 18%. Aunque hubo una acumulación de reservas importante, entre el 54% y 100% de los ingresos financiaron fuertes déficits en cuenta corriente (ocasionados por la creciente sobrevaluación real del peso y el acelerado incremento de la demanda agregada). En el período en curso, las entradas de capital han sido más modestas, tanto en términos nominales como en porcentajes del PIB. El único año en el que las entradas fueron similares a las experimentadas entre 1978 y 1981 fue 1990, cuando los ingresos de capital alcanzaron 11% del PIB a precios corrientes. Sin embargo, el déficit en cuenta corriente fue pequeño y decreciente en ese año, en tanto que la acumulación de reservas alcanzó 77% del ingreso de capitales y a 8% del PIB.

Un pronunciado cambio posterior en el saldo comercial también se reflejó en la cuenta corriente. Después de haber mostrado un superávit en 1991, ésta se deterioró rápidamente hasta alcanzar cerca del 5% del PIB en 1993. El brusco cambio ha estado asociado a: i) un giro en la coyuntura interna -la economía creció muy lentamente en 1990-91 y se recuperó marcadamente en 1992-93; ii) mudanzas de los términos de intercambio que pasaron de favorables (probablemente sobre lo "normal") a desfavorables⁵; iii) efectos rezagados de las revaluaciones de 1991-92 y de una reducción arancelaria en 1991.

Resulta evidente que el balance del sector externo puede experimentar altibajos notables por efecto de shocks externos y por cambios en la coyuntura macroeconómica interna de corto plazo. Por consiguiente, una visión cortoplazista puede inducir a

³ La inversión extranjera directa efectiva incluye los ingresos netos de capital a través del Decreto Ley 600 y el Capítulo XIV del Compendio de Normas de Cambios Internacionales (CNCI) del Banco Central. A ello se suman los créditos netos asociados al DL 600. Aquí hemos clasificado aparte la capitalización de créditos externos y las inversiones realizadas con pagarés de la deuda externa mediante el Capítulo XIX del CNCI. Véase el cuadro 1.

⁴ Para un análisis del manejo e impacto de los ingresos de capital en 1978-82, véase Ffrench-Davis y Arellano (1981), Ffrench-Davis (1984), Hachette y Cabrera (1989), Mizala (1985), Morandé (1988) y Ramos (1988).

⁵ La deprimida situación internacional ha provocado una caída en los precios de los principales productos de exportación. En el caso del cobre, por ejemplo, a fines de 1993 se registraba una baja de 25% respecto del promedio de 1991-92, en tanto que en la celulosa la caída era de 35% y de 19% en la harina de pescado. En 1994 estos precios muestran en general una recuperación notoria.

costosos errores, como ocurrió en los años 1978-81. Las actuales autoridades económicas parecen haber tenido muy presente esa lección cuando intentaron frenar las presiones revaloratorias en 1991, no obstante el superávit comercial y de cuenta corriente observado en ese año.

La composición de los ingresos de capital ha variado en forma más marcada que su volumen total (véase cuadro 1). En 1978-81, los ingresos de capital tomaron predominantemente la forma de préstamos de mediano y largo plazo de la banca internacional al sector privado nacional. En parte, dada la abundante oferta de préstamos bancarios, esto se debió tanto a la creciente liberalización de los límites impuestos al endeudamiento externo de los bancos locales, con el fin de que hiciesen préstamos en pesos, así como de los avales que los bancos podían otorgar al endeudamiento externo de las empresas no bancarias.

A continuación se procede a analizar los cuatro componentes más importantes de los flujos de capitales: la inversión extranjera directa (IED), las inversiones de cartera, los flujos especulativos y las inversiones chilenas en el exterior.

1. La inversión extranjera directa

La IED ha tenido un papel protagónico en el actual período de entradas de capital. La IED ha sido normada desde 1974 por el Decreto Ley 600, al cual se le han introducido ajustes menores desde entonces. Los principios de este decreto son el trato nacional para los inversionistas extranjeros, su libre acceso a los mercados nacionales y la casi total prescindencia del Estado con relación a las actividades de las empresas extranjeras o al destino sectorial de sus recursos. Actualmente, la repatriación de capital puede efectuarse después de un año de materializada la inversión. A los inversionistas extranjeros se les garantiza el derecho a las remesas de utilidades, pudiendo optar entre el régimen tributario aplicable a las empresas nacionales o una tasa impositiva fija sobre sus utilidades garantizada por un determinado período. Cuando las inversiones para proyectos de exportación son superiores a US\$50 millones, las empresas pueden mantener cuentas bancarias (scrow accounts) fuera de Chile con el fin de cubrir pagos por concepto de intereses, dividendos, regalías, y compras de materias primas y bienes de capital. Como estos beneficios no están al alcance de inversionistas nacionales, se puede afirmar que la legislación vigente da trato preferencial a los inversionistas extranjeros.

Otra forma muy utilizada para la realización de inversiones en Chile fue el mecanismo de conversión de deuda externa en capital -el Capítulo XIX del CNCI del Banco Central- vigente desde 1985. Sin embargo, éste mecanismo no representó un ingreso neto efectivo de capital, pero sí una conversión de la deuda.⁶ Las inversiones realizadas por el mecanismo del Capítulo XIX estaban sujetas a aprobación del Banco Central caso por caso. Además, existían algunas limitaciones en la utilización de este mecanismo; en el caso de los grandes proyectos de inversión en la minería, sólo un 10% de las inversiones podían realizarse a través de conversiones de deuda. Cuando se introdujo el mecanismo, no podían remitirse utilidades por un período de 4 años y el capital podía repatriarse sólo después de 10 años.

⁶ En la cuenta de capitales de la balanza de pagos las inversiones realizadas con pagarés de deuda externa se registran como ingresos de capital. Sin embargo, al mismo tiempo, son anotadas como amortizaciones extraordinarias de las deudas que representan dichos pagarés.

La IED ha tenido una participación creciente en los ingresos netos de capital y alcanzó al 32% en 1993; su importancia aumenta a 55% al sumarle los créditos netos asociados al DL 600. Se observa un cambio en la composición entre capital de riesgo y créditos asociados en favor del primero, lo que puede estar relacionado con los mecanismos que desalientan las entradas de capitales financieros de corto plazo, que se comentan en la sección II.

Fuera de la estabilidad de largo plazo en las reglas del juego para las inversiones extranjeras y de la estabilidad y buenos pronósticos para la economía chilena en general, parece evidente que el sistema de conversión de deuda en capital fue un factor que favoreció el aumento de la presencia de inversionistas extranjeros. En el período de su vigencia (1985-90), aportó más de la mitad del total de la IE ingresada en Chile⁷ (véase gráfico 1). Existe una controversia difícil de resolver sobre el grado de adicionalidad que representaron estos recursos⁸. Los inversionistas que ingresaron a Chile por esta vía se beneficiaron de un significativo subsidio que no estuvo disponible para aquéllos que utilizaron el DL 600. Ffrench-Davis (1990, cuadro 6) estima que, entre 1985 y 1989, el subsidio implícito en el mecanismo fue de un 46% del valor de las inversiones; esto es, el mayor valor recibido por el inversionista de los pagarés en el país dividido por su precio de compra en los mercados internacionales. En valores corrientes, estos inversionistas aportaron papeles con un valor de US\$1.900 millones en los mercados internacionales, por los cuales se les reconoció en Chile un valor de US\$2.800 millones.⁹

Es probable que la publicidad internacional que rodeó la introducción del mecanismo permitiera crear un clima favorable entre los inversionistas extranjeros y haya logrado canalizar el interés de ellos hacia Chile. Además, contribuyó a mitigar la crisis de la deuda externa y el servicio de ésta en un momento muy oportuno, de restricción externa dominante. En parte por la disminución del stock de la deuda (y en parte por el fuerte aumento del cuántum y del precio de las exportaciones), la razón deuda-exportaciones disminuyó de 5 en 1984 a menos de 2 en 1989. El aumento del precio de los pagarés de la deuda chilena en los mercados internacionales hizo que la conversión dejara de ser un buen negocio para los inversionistas. En efecto, desde 1991 no se han realizado nuevas operaciones.

Una parte importante de la IED se ha radicado en rubros de exportación. Entre 1985 y 1992, los proyectos mineros absorbieron más de la mitad de los flujos ingresados con arreglo al DL 600. Dos grandes proyectos de cobre (La Escondida y La Disputada de Las Condes) representaron una parte sustancial de dichas inversiones en el período 1987-90. Los únicos otros sectores de alguna significación son las manufacturas y los servicios. A juzgar por la información disponible para las inversiones superiores a US\$100 millones, la mayoría de las inversiones en el sector manufacturero han sido destinadas a las industrias forestal y del papel y la celulosa, orientadas fundamentalmente a los mercados externos. Puede estimarse, entonces, que aproximadamente dos tercios de la IED que ingresó a través del DL 600 se haya localizado en sectores de exportación. En

⁷ Si se considera que la IE total incluye a) los ingresos netos de capital a través del DL 600 y el Capítulo XIV (IED efectiva); b) los créditos asociados al DL 600; c) la capitalización de créditos externos; y d) las inversiones realizadas con pagarés de deuda externa.

⁸ Diversas evaluaciones del mecanismo se presentan en Desormeaux (1989), Ffrench-Davis (1990) y Larraín (1988).

⁹ Su valor par alcanzó a US\$3.2 mil millones; esto es, alrededor de 15% de la deuda externa de Chile al inicio del programa de conversión. Otro mecanismo (el capítulo XVIII) alcanzó mayor significación. Véanse las referencias en la nota de pie anterior.

lo que se refiere a los servicios, la evidencia indica que la inversión se ha concentrado en el sector financiero. En algunos casos, cuyo porcentaje del total es difícil de determinar, estas inversiones no han representado creación de activos nuevos sino compras de activos existentes, lo que implica que no toda la IED contribuye a aumentar la formación bruta de capital.

Ha existido cierta selectividad sectorial en el Capítulo XIX. Los límites impuestos a las inversiones mineras explican la baja participación del sector en estas inversiones. En cambio, algunos sectores manufactureros de exportación (alimentos procesados, y papel y celulosa), el sector forestal, la pesca y la agricultura de exportación han recibido una proporción elevada. En lo que se refiere a los servicios, estas inversiones se han concentrado en las telecomunicaciones (privatizadas a fines de los años ochenta), las administradoras de fondos de pensiones (AFP), los bancos, las empresas generadoras de electricidad (también recientemente privatizadas) y hoteles. En suma, es posible que, de las conversiones de deuda en capital accionario, entre la mitad y dos tercios haya ido a sectores de exportación, pero que en una proporción importante haya correspondido a la compra de activos existentes. En contraste con las inversiones realizadas a través del DL 600, ellas se han concentrado en sectores extractores o procesadores de productos primarios no mineros. Las inversiones en manufacturas no relacionadas con los productos primarios en los que Chile tiene ventajas comparativas naturales, no figuran en forma significativa ni en los flujos ingresados a través del DL 600 ni en aquéllos a través del Capítulo XIX.

La compra de activos existentes ha sido indudablemente más importante entre las inversiones en virtud del Capítulo XIX que entre las realizadas por el DL 600. Una buena parte de las inversiones en el sector servicios con arreglo al Capítulo XIX fueron adquisiciones de firmas existentes. Incluso en algunos sectores exportadores, algunas empresas mixtas con grupos empresariales nacionales incluyeron compras de acciones de las empresas locales. Una estimación basada en antecedentes del Banco Central señala que las compras de firmas existentes representaron algo más de la mitad de las conversiones de deuda. Este elevado porcentaje motivó al Banco Central en 1990 a priorizar las inversiones nuevas en rubros transables por sobre la compra de activos existentes.

2. Las inversiones de cartera

Es interesante analizar los factores determinantes de los flujos más novedosos que se vienen produciendo en los últimos tiempos: las inversiones de cartera, las cuales ingresan por intermedio de fondos de inversión de capital extranjero (FICE) y por la venta de acciones en mercados bursátiles internacionales a través del mecanismo de los ADR. Como se puede apreciar en el cuadro 1, los FICE fueron cuantitativamente más significativos en 1989 y 1990. En cambio, los ADR luego de una primera operación en 1990, cobraron importancia desde 1992. Este mecanismo ha despertado un interés creciente por parte de las empresas locales y de los inversionistas foráneos.

Existen dos formas completamente distintas de ADR. La original ("oferta inicial") está sometida a rigurosas exigencias; por ejemplo, la empresa ofertante debe satisfacer mínimos establecidos de capital y renta bruta, exceder los requisitos en materia de clasificación de solvencia, y, lo que es aún más importante, los ADR deben corresponder a un incremento del capital de la empresa y deben colocarse en los mercados de valores estadounidenses. La segunda forma, ("inflows" o ADRs secundarios), corresponde a

adquisiciones en la bolsa local de valores, de acciones ya emitidas de las empresas que cumplen las exigencias de la primera etapa. Posteriormente, se convierten en ADR y entonces son transables en el mercado estadounidense, y en Chile gozan de los beneficios de exenciones tributarias sobre las ganancias de capital y tienen acceso al mercado cambiario formal cuando lo deseen. También existe el proceso de "flowback" que consiste en la conversión de ADR en acciones y la reventa de éstas en el mercado local. Estas operaciones cuentan con acceso al mercado cambiario formal de divisas para la conversión de los dólares en pesos chilenos y viceversa.

Una gran proporción del total de ADR vigentes corresponde a la segunda categoría (véase cuadro 3); ésta es una operación bursátil de acciones existentes, que no está asociada directamente a la formación de capital ni a la IED.

El interés por los títulos chilenos se intensifica cuando se producen diferenciales de precio importantes entre el mercado local y el extranjero. Estos diferenciales son aprovechados por los inversionistas extranjeros, produciéndose el proceso de "inflows". En todo caso, como se señaló, la compra de ADRs secundarios es la que se está dando con mayor frecuencia; a fines de 1993, la cifra ingresada a través de ADRs secundarios suma US\$640 millones, en comparación con sólo US\$466 millones por concepto de ofertas iniciales (véase cuadro 3).

En Chile operan dos tipos de fondos de inversión de capital extranjero: los financiados a través de la conversión de deuda en capital accionario (regulados por el anexo 2 del Capítulo XIX del CNCI), hoy reducido a fondos ya existentes, y aquellos regidos por la Ley No. 18.657¹⁰. A través de este último mecanismo se ha canalizado la mayor cantidad de recursos para la constitución de estos fondos. En mayo de 1994, la Superintendencia de Valores y Seguros había autorizado el funcionamiento de 18 fondos, los cuales a la fecha habían ingresado 505 millones de dólares. Con respecto a la composición de la cartera de los fondos, el 97% correspondía a acciones de 120 sociedades anónimas. Sin embargo, solo cinco empresas locales abarcan el 45% de la cartera total de los fondos¹¹.

Por otro lado, los tres fondos constituidos a través del mecanismo de conversión de deuda ingresaron capitales por un monto de US\$130 millones. A principios de 1990, como ya se ha comentado, el Banco Central anunció reglas más selectivas para la aplicación del Capítulo XIX y excluyó de éste a nuevos aportes de fondos de inversión.¹²

Indudablemente, las perspectivas macroeconómicas favorables de Chile desde fines de los años ochenta y el alza esperada en las cotizaciones de la Bolsa de Valores han resultado importantes para atraer este tipo de capitales.

¹⁰ La Ley No. 18.657, anexa al DL 600, autoriza y regula el funcionamiento de los Fondos de Inversión de Capital Extranjero en Chile (FICE) desde septiembre de 1987. Pueden acogerse a esta normativa las entidades organizadas como FICE que capten recursos fuera del territorio nacional, mediante la colocación de acciones en algún mercado de valores en el exterior (fondos de colocación pública), o ingresen al país capitales aportados directamente por inversionistas institucionales extranjeros (fondos privados), para ser destinados a la compra de valores de oferta pública emitidos en Chile. Originalmente, los fondos sólo podían retirarse después de transcurridos cinco años de su ingreso.

¹¹ Entre ellas se encuentran Endesa con 13% del activo total de los fondos, la Compañía de Teléfonos (10%), Andina (8%), Enersis y Copec.

¹² Estos fondos están en proceso de disolución; los inversionistas han pagado una comisión de 3%, lo que les permite retirar sus aportes a través del mercado cambiario informal, y los libera de cumplir el plazo de espera establecido inicialmente para la repatriación de capital ingresado a través de la conversión de deuda (12 años para los fondos de inversión). A fines de 1993 sólo permanecían en Chile US\$30 millones de la inversión original.

Es interesante contrastar el retorno para el inversionista, y por lo tanto el pago a factores extranjeros de Chile, que han obtenido los ADR y los FICE. Ambos han sido significativamente beneficiosos para los inversionistas foráneos, tal como se menciona más adelante. Sin embargo, los ADR han contribuido directamente a aumentos en el volumen de acciones, mientras que los FICE han ayudado mayormente a incrementar los precios de las existentes. Los ADR ofrecidos entre 1990 y 1993 permitieron a las firmas locales colocar acciones a mejores precios de lo que podrían haber obtenido si se hubieran tenido que limitar al mercado cambiario local. De hecho, los ADR fueron ofrecidos a relaciones precio/utilidad de la Bolsa de Nueva York que eran más altas que los coeficientes prevalecientes en el mercado chileno; el arbitraje previo y/o posterior a los ofrecimientos de ADR elevó las relaciones locales hacia los niveles estadounidenses.¹³ Por lo tanto, en este proceso las firmas locales obtuvieron financiamiento a un menor costo.¹⁴

No obstante los precios relativamente altos obtenidos por los emisores de ADR, éstos continuaron elevándose posteriormente. En diciembre de 1993, el valor de los ADR -incluidas ambas categorías de ellos- que habían sido compradas en US\$1.036 millones habían subido a US\$2.200 millones (más US\$60 millones en dividendos).

En cambio, los FICE entraron a la bolsa local a precios más bajos, lo que se refleja en el notable mayor incremento posterior de su patrimonio. Aportes de capital de los FICE del orden de US\$490 millones (véase cuadro 1) se habían transformado a diciembre de 1993 en US\$1.600 millones (véase cuadros 4 y 5). Ambas formas de pasivos externos son relativamente líquidas, ya que los activos se pueden retirar rápidamente de Chile a través del mercado cambiario oficial (MCF) si los inversionistas estiman conveniente venderlos en el mercado local. Tanto en lo que respecta a la estabilidad del stock de aportes como en su aporte a la formación de capital y a la innovación productiva, la IED es notoriamente superior.

3. Los flujos especulativos

Hacia 1975, las regulaciones existentes sobre el mercado financiero interno, así como el control sobre los flujos de capital desde el exterior, dificultaban la entrada de flujos especulativos hacia el país. Sólo a partir de 1978, con la liberalización de las restricciones al endeudamiento externo de los bancos, puede hablarse de la posibilidad de movimientos de capital especulativo a través del mercado cambiario oficial. Posteriormente, durante 1982, la contracción abrupta de la oferta internacional de préstamos bancarios a América Latina, la percepción de que Chile era un país de riesgo, así como la creciente expectativa de devaluación del peso, llevaron a una reducción significativa de los flujos de capitales privados; desde entonces hasta 1986 tuvieron

¹³ La situación se ha modificado posteriormente. Colocaciones más recientes, por ejemplo en julio de 1994, han sido vendidas con un descuento de 15% (Embotelladora Andina) y de 10% (Chilquinta), en relación a su precio local anterior.

¹⁴ La emisión de nuevas acciones en el mercado bursátil chileno continúa siendo notablemente baja. En 1992 y 1993 sólo el equivalente a US\$60 millones y US\$95 millones, respectivamente, fueron emitidas y vendidas en la Bolsa de Comercio de Santiago.

características no voluntarias y como receptor preferentemente al sector público.¹⁵ Sólo a partir de 1987 volvió a producirse un flujo de capitales privados de volúmenes importantes, del cual una proporción apreciable era capital especulativo o de corto plazo.

La medición de los capitales especulativos presenta problemas estadísticos importantes, porque ellos suelen esconderse tanto en la cuenta corriente como en la de capital. Es usual que se considere que, con excepción de los créditos para financiar el comercio exterior, los capitales de corto plazo (a menos de un año) son todos de carácter especulativo. Lo cierto es que no todos los flujos a menos de un año lo son y es indudable que el crédito comercial "normal" no lo es. De todas maneras, los flujos privados de corto plazo representan una primera aproximación a la medición del concepto de capitales especulativos.

Cuando existen controles de capital o medidas que desincentivan los flujos de corto plazo (como en el caso de Chile desde mediados de 1991), los canales más importantes para ingresar capitales especulativos son la sobrefacturación de las exportaciones de bienes y principalmente de servicios (como el turismo), la subfacturación de las importaciones y los adelantos y rezagos ("leads and lags") en las liquidaciones de las operaciones de comercio exterior.

Otro canal por el cual podrían ingresar capitales especulativos es el mercado cambiario informal (ex mercado paralelo). Es indudable que en estos flujos influyen tanto el diferencial entre las tasas de interés en Chile y los mercados financieros internacionales (en particular, las tasas sobre el dólar) como las expectativas de depreciación o apreciación del peso. El Banco Central realiza una estimación de algunos de estos flujos, asociados con la cuenta corriente y algunas operaciones de la cuenta de capital. El resultado está consignado en una partida de la cuenta de capitales llamada "otros activos". Ello ha permitido depurar en parte la cuenta de errores y omisiones.

Los flujos especulativos registrados se encuentran dentro de los movimientos de corto plazo realizados por los sectores privado y bancario y de las operaciones de crédito comercial directo. Estas últimas, aunque no tienen un carácter especulativo, evidentemente responden a los diferenciales de las tasas de interés. Por consiguiente, pueden estimarse los flujos especulativos sumando los flujos privados de corto plazo registrados en la balanza de pagos y la partida "otros activos". A partir del cuarto trimestre de 1991, el aumento del saldo acumulado de requerimientos de encaje asociados a estos créditos (un total aproximado de US\$1.000 millones), debe ser restado de las cifras de balanza de pagos, ya que los bancos han debido endeudarse con el exterior para cumplir las exigencias de encaje del Banco Central.¹⁶

Como puede verse en el gráfico 2, los flujos privados de corto plazo se comportan de acuerdo a lo esperado, y fueron fuertemente positivos en 1989-92. En este período, ha existido una brecha bruta creciente entre las tasas nacionales e internacionales de interés (que aparecen en el gráfico 4), una expectativa de los agentes económicos que el peso chileno se apreciaría en términos reales (debido a la abundancia de capitales

¹⁵ Ante la desaparición de créditos voluntarios, destacan los créditos de los organismos financieros multilaterales y los créditos frescos de mediano plazo de la banca internacional otorgados al Banco Central y a la Tesorería en el contexto de las renegociaciones de la deuda. A diferencia de otros países deudores de América Latina, Chile contó con transferencias netas significativas de los acreedores multilaterales, los que facilitaron el fuerte ajuste estructural realizado por la economía nacional (Damill, Fanelli y Frenkel, 1992; French-Davis, 1992).

¹⁶ Otros prestatarios en el exterior cumplieron sus requisitos de encaje pagando al Banco Central una comisión de costo equivalente.

extranjeros y al mejoramiento de los términos del intercambio), y la percepción de que ha mejorado apreciablemente la posición de Chile en la clasificación de los países según el riesgo. Como se analiza en la sección II, la brecha bruta ha sido reducida significativamente por una serie de medidas adoptadas por el Banco Central a partir de 1991.

4. Inversiones en el exterior

Hasta fines de 1990 estos movimientos de capital fueron poco significativos, alcanzando un monto total acumulado de 178 millones de dólares. Sin embargo, la presencia de la inversión chilena en el exterior cambió radicalmente con la flexibilización de algunas salidas de capital en 1991; a fines de 1993 las inversiones chilenas en el exterior habían alcanzado un total acumulado de US\$1.040 millones¹⁷. Estas nuevas inversiones se concentraron básicamente en Argentina, donde hay más de 50 empresas que pertenecen o están ligadas a chilenos. Recién durante 1992 la presencia chilena en Argentina comenzó a tomar dimensiones significativas, especialmente a través de programas de privatizaciones. A fines de 1993 el Banco Central registraba inversiones en Argentina que ascendían a US\$530 millones. Según informaciones disponibles, una cifra apreciablemente superior incluye inversiones informales no registradas de cartera en varias bolsas de valores latinoamericanas y ganancias de capital asociadas a ellas.

El proceso de privatizaciones llevado a cabo por Argentina, visto desde la perspectiva de los inversionistas chilenos ha sido un éxito, ya que tres de las cuatro empresas en que fue dividida la empresa Servicios Eléctricos del Gran Buenos Aires (SEGBA) quedó en poder de consorcios controlados por compañías eléctricas chilenas.¹⁸ También participaron inversionistas chilenos en la privatización de Gas del Estado, y desde 1992 en la adquisición de una siderúrgica.

Otra área donde la presencia chilena en Argentina comienza rápidamente a ser importante es la de los servicios, especialmente en los supermercados y en seguros.

En el sector manufacturero, además de la presencia en la siderurgia, empresas chilenas se han diversificado comprando activos en Argentina; tal es el caso de fábricas de baldosas, de pañales desechables, empresas de llenado de gases y productos de

¹⁷ El mecanismo legal a través del cual se han realizado este tipo de operaciones es el Capítulo XII del CNCI. Este instrumento legal establecía que las remesas de divisas destinadas a realizar en el exterior inversiones o aportes de capital, debían efectuarse exclusivamente en el mercado formal y con la autorización del Banco Central. A partir de abril de 1991, esta cláusula fue modificada y se permitió la compra de divisas en el mercado informal y la posterior notificación al Banco Central. En 1991-92 la mayor parte de la salida de capital se efectuaba a través del mercado informal. Sin embargo, los inversionistas han preferido últimamente el mercado formal, porque Argentina y Chile suscribieron un tratado sobre doble tributación que se aplica solamente a las inversiones realizadas a través del mercado oficial.

¹⁸ En marzo de 1992, el 60% del capital accionario de la Central Puerto fue adjudicado a las empresas chilenas Chilgener (49.5%) y Chilectra Quinta Región (10.5%) en 92 millones de dólares. En mayo de 1992, el 60% de la Central Térmica Costanera, fue adjudicado al consorcio formado por las empresas chilenas Endesa (30% y operador), Enersis (9%), Chilectra (3%), la argentina Pérez Compac (15%) y la norteamericana Public Services of Indiana (3%) en US\$90 millones. En julio de 1992, el 51% de la empresa distribuidora EDESUR fue vendida al mismo consorcio que se adjudicó la licitación de la Central Costanera en US\$511 millones. Sin embargo, esta vez las participaciones, por tratarse de un negocio distinto a la generación, fueron mayoritarias para las empresas chilenas Enersis y Chilectra, que concentraron un 20%, lo que sumado al 5% de Endesa eleva a 25% la participación chilena.

soldadura, fábricas de confites y caramelos, fábricas de cables e industrias oleaginosas; y más recientemente, en los fondos privados de pensiones que comenzaron a funcionar durante 1994.

En 1993, Perú también ha despertado el interés de inversionistas chilenos. En este país, al igual que en Argentina, los negocios más rentables han estado vinculados a la privatización de empresas públicas y a las nuevas oportunidades generadas a partir de la liberalización económica; tal es el caso de la entrada en vigencia de nuevos fondos de pensiones.

5. La recomposición de los pasivos externos

Con el desarrollo de nuevas formas de flujos de capitales, la medición tradicional de la deuda externa ve limitada su significación. Este fenómeno se asemeja al que se presentó con la medición habitual de la deuda en los años setenta, que no incluía la deuda privada con acreedores bancarios ni la de corto plazo. Ambos componentes crecieron vertiginosamente, lo cual se tradujo en una subestimación aun mayor del endeudamiento externo (French-Davis, 1982). Se ha producido un fenómeno similar en el decenio de 1990, si bien ahora involucra una composición diferente, puesto que se ha elevado la proporción de los pasivos externos vinculados a las corrientes cartera y de IED.

Por eso en la actualidad hay preocupación por perfeccionar la medición de definiciones ampliadas de pasivos externos por parte de las IFI. El cuadro 5, a continuación, mide los pasivos externos de Chile para algunos años seleccionados, incluido el año de la medición tradicional en que se alcanzaron los valores máximos y que corresponde a 1986.

II. EQUILIBRIOS MACROECONOMICOS, DESARROLLO E INGRESOS DE CAPITALES

Los movimientos de capitales pueden afectar de manera significativa la evolución de las exportaciones y los equilibrios macroeconómicos, a través de su incidencia sobre el tipo de cambio y sobre la demanda agregada. La estrategia de desarrollo vigente otorga un papel central a la expansión y diversificación de las exportaciones. El nivel y estabilidad del tipo de cambio real son algunos de los principales determinantes del comportamiento de las exportaciones. La economía chilena se ha caracterizado por gran inestabilidad macroeconómica, la que ha estado asociada a shocks externos de los términos del intercambio y del financiamiento externo. Por ejemplo, la caída de 15% del PIB en 1982 y el alza de 10% en 1989, ambos los más pronunciados de América Latina en esos dos años, estuvieron asociados a shocks externos.

En general, la política macroeconómica reciente ha logrado amortiguar con relativo éxito la apreciación del peso así como el impacto de los flujos de capital sobre el ritmo de expansión de la demanda agregada y la inflación. Para ello, las autoridades económicas han recurrido a políticas de intervención compensatoria o esterilización en tres niveles. En un primer nivel, se ha procurado desalentar el ingreso de capitales restringiendo y gravando la entrada de capitales (principalmente) de corto plazo, y generando cierta incertidumbre para el arbitraje de tasas de interés. En un segundo nivel, se ha aplicado una activa política de sustentación del tipo de cambio, acumulando significativas reservas internacionales. En un tercer nivel, se ha aplicado una efectiva esterilización de los efectos monetarios de la acumulación de reservas.

1. La política macroeconómica y el carácter de los movimientos de capitales

Al momento de desencadenarse la crisis de la deuda en 1982, imperaba un tipo de cambio fijo y una política monetaria pasiva, lo que dio lugar, como consecuencia de los shocks externos, a una intensa reducción automática del gasto interno, tanto en consumo como en inversión (líneas 2, 3 y 4 del cuadro 6). Para reducir la brecha externa, funcionó como variable de política principal una reducción extremadamente fuerte de la demanda agregada. El ajuste se transmitió al sector externo, reduciendo las importaciones e incrementando la oferta exportable (línea 6 del cuadro 6).

Esta reasignación endógena fue apoyada posteriormente, en forma adicional, por una serie de fuertes devaluaciones del tipo de cambio real y un aumento de los aranceles y sobretasas de importación (véase Ffrench-Davis, Leiva y Madrid, 1991). No obstante, el efecto de las políticas reductoras de la demanda fue mucho más intenso que el de las políticas reasignadoras, como puede inferirse del hecho que el ajuste contribuyó más a reducir la demanda que a reasignar la demanda y oferta. Eso se tradujo en una elevada subutilización de la capacidad productiva, lo que se refleja parcialmente en el cuadro 6,

línea 1.¹⁹ Con el transcurso del tiempo, dados los incentivos cambiarios y arancelarios a la producción de rubros transables, se registró una recuperación gradual de la actividad económica y la inversión, proceso que fue liderado por la expansión dinámica de las exportaciones²⁰.

A partir de 1988, gracias al mejoramiento registrado en los términos de intercambio (línea 7), especialmente por una brusca alza del precio del cobre entre 1986 y 1988 y una renovada afluencia de capitales extranjeros (línea 8a), la economía chilena comenzó a enfrentar una problemática radicalmente opuesta a la descrita anteriormente.

Entre los efectos más importantes de la renovada afluencia de capitales extranjeros ha estado, por una parte, su impacto positivo sobre el nivel de actividad y la inversión, y por otra su presión sobre la oferta monetaria y hacia la apreciación monetaria. Para contrarrestar el efecto sobre el tipo de cambio, las autoridades han recurrido a una serie de medidas para impedir una apreciación como la experimentada en el período anterior de afluencia de capitales (1978-81) y sus efectos negativos sobre la sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos, y la expansión y diversificación de las exportaciones.

La percepción de que elevados déficits en cuenta corriente de la balanza de pagos no son sustentables en el largo plazo y las lecciones aprendidas de la crisis de la deuda, han inducido a las autoridades a prestar atención prioritaria al nivel del tipo de cambio real. El Banco Central decidió intervenir activamente a fin de mantener el tipo de cambio en un nivel compatible con equilibrios macroeconómicos sostenibles, proteger el desarrollo de los sectores productores de rubros transables y orientar los recursos de inversión hacia ellos.

En el fondo, las autoridades se preocupan por determinar si las fuerzas que están afectando el comercio exterior, la IED y el acceso a los mercados de capitales internacionales son de una naturaleza transitoria o permanente. El objetivo es evitar la volatilidad de un precio clave, en una economía abierta al exterior, para no generar incertidumbre entre los inversionistas, especialmente de aquellos en sectores productores de rubros transables.

El efecto de la entrada de capitales sobre la estabilidad y la formación de precios relativos ha sido objeto de preocupación por parte de las autoridades monetarias en Chile (Zahler, 1992). Existen dos mecanismos fundamentales a través de los cuales tales corrientes afectan el nivel y la estructura de los precios relativos en el país. Primero, alientan la apreciación cambiaria, reducen los costos de importación y generan mayores exigencias a los productores de rubros transables. Segundo, mediante el efecto monetario de las operaciones de cambio que -de no ser adecuadamente esterilizado- puede conducir alternadamente a excesos de demanda e inflación o a recesiones que detienen los procesos de inversión e innovación tecnológica.

Las expectativas pueden jugar un papel muy importante en el corto plazo. Por ejemplo, en una coyuntura de expectativas favorables pueden alentar un ingreso fuerte de fondos, que a su vez genera expectativas de apreciación, las que luego inducen un incremento adicional de los flujos.

¹⁹ Véanse las estimaciones de la brecha entre la demanda efectiva y la frontera productiva en French-Davis y Muñoz (1990) y Marfán (1992).

²⁰ En 1988 el PIB per cápita estaba 1% por debajo del de 1981, para luego superarlo por 27% en 1993 (cuadro 6, línea 1). La inversión comenzó a dar señales de recuperación a partir de 1987, superando sólo en 1989 el nivel per cápita que tenía en 1981, para excederlo en un 41% en 1993.

Las autoridades chilenas, en el último período estudiado, optaron por la regulación del mercado para influir sobre la determinación del tipo de cambio real en el corto plazo, de suerte que corresponda mejor a la tendencia de largo plazo. Esta opción, destinada a hacer prevalecer las variables fundamentales, se sustenta en la asimetría de información entre el mercado y las autoridades monetarias, suponiendo que estas últimas: i) conocen mejor la perspectivas de los diversos componentes de la balanza de pagos y sus probables efectos sobre la economía; y ii) tienen un horizonte de planeación mayor que los agentes que operan intensamente en los mercados de corto plazo. Sin embargo, ante la dificultad de acertar a lo que acontecerá en la realidad, las autoridades en vez de apuntar a un valor único del tipo de cambio han utilizado bandas cambiarias centradas en un tipo de cambio de referencia; éste está ligado a una canasta de tres monedas, que incluye el dólar estadounidense, el marco alemán y el yen, con ponderaciones asociadas a su peso en el intercambio comercial de Chile.²¹

Existen implicaciones de política económica cruciales, que recaen sobre dos variables claves que afectan la asignación y el volumen de los recursos para la inversión: el tipo de cambio y la tasa de interés; adicionalmente, la política fiscal puede desempeñar un papel importante tanto sobre las tendencias del mercado como sobre la coyuntura. El dilema en materia de política es cómo conciliar simultáneamente tres objetivos: reducir la inflación; un tipo de cambio real estable para incentivar, en una medida razonable, al sector productor de rubros transables; y lograr el desarrollo sostenido con equidad.

Se trata de lograr que el tipo de cambio, las tasas de interés y la política fiscal provean buenas señales de mediano plazo a los agentes económicos a fin de promover un desarrollo productivo eficiente. Para ello resulta necesario, al mismo tiempo, que los inevitables problemas coyunturales sean enfrentados con una adecuada dosificación de políticas. Un excesivo descanso en una sola política, tiende a provocar un sobreajuste de su instrumento, y por consiguiente distorsiones asignadoras.

2. La trayectoria de la política cambiaria

La política cambiaria ha experimentado cambios sustanciales a través del tiempo. En los comienzos del régimen militar, se quiso compensar el impacto de la liberalización comercial con devaluaciones reales del peso. Luego, a partir de 1976, se empezó a utilizar el tipo de cambio nominal para combatir la inflación. Se procedió así por la rebeldía de la inflación para reaccionar frente a una profunda recesión, la que además generó un superávit en cuenta corriente. La habitual revaluación real que resulta de usar el tipo de cambio para reprimir la inflación, culminó en 1979, cuando se fijó el dólar a 39 pesos, paridad nominal que se mantuvo hasta la crisis de 1982; durante esos años se produjo una importante apreciación real. Después de un período de experimentación con sucesivos cambios de política, se adoptó nuevamente una paridad reptante, política que se mantuvo entre 1983 y 1988. Fundamentalmente, el Banco Central fijaba en el mercado oficial un precio de referencia para el dólar (llamado tipo de cambio acuerdo, TCA), con una banda de flotación de 2% para cada lado (que se amplió a 3% en 1988). El tipo de cambio "oficial" se devaluaba diariamente, de acuerdo con el diferencial entre la inflación interna

²¹ En Helpman, Leiderman y Bufman (1993) se desarrolla un análisis comparativo de las bandas en Chile, Israel y México.

y una estimación de la inflación externa. A ello se sumaron, en varias ocasiones, devaluaciones reales discretas, las que permitieron la notable depreciación que se registró después de la crisis de 1982 (119% entre 1981 y 1988).

Dado que diversos controles cambiarios se mantuvieron vigentes por muchos años (salvo por unas pocas semanas en 1982), operó en forma no legal un mercado cambiario paralelo. Este sería legalizado como mercado cambiario informal (MCI), recién en abril de 1990, en virtud de las disposiciones de la ley de autonomía del Banco Central que se dictó a fines del gobierno de Pinochet.

Durante 1988 tuvieron lugar revaluaciones acompañadas de rebajas tributarias y arancelarias que lograron conciliar una reducción de la inflación con un alza en la actividad económica. En 1989 se completó la recuperación de la actividad económica, ascendiendo así hasta la frontera de producción. Esto se alcanzó con un acelerado incremento de la demanda agregada, sustentada en las rebajas tributarias y la apreciación cambiaria en 1988 y el ingreso generado por un notable aumento del precio del cobre en 1987-89: la mejora de los términos del intercambio en 1989 con respecto a 1986 equivalió a 6.2% del PIB (nuevas Cuentas Nacionales del Banco Central). Un fuerte incremento de las importaciones y del déficit externo (que alcanzó a 10% del PIB, si se recalcula la cuenta corriente usando el precio del cobre "normalizado" del Fondo de Estabilización, que se comenta abajo) llevó al Banco Central a revertir sucesivamente anteriores rebajas de tasas de interés y, en particular, a una depreciación cambiaria.

A mediados de 1989, se amplió aun más la banda de flotación del dólar a 5% para cada lado. La acción del Banco Central fue acompañada de un cambio de expectativas del mercado cambiario, que llevó a que éste se situase rápidamente en el tope de la banda. Así se logró, sin mayor traumatismo, una significativa depreciación sin modificar el tipo de cambio "oficial". Durante aproximadamente un año, -que incluyó el retorno a un régimen democrático, elecciones presidenciales (diciembre de 1989) y la asunción del presidente Aylwin (marzo de 1990)-, el tipo de cambio observado se mantuvo en el tope de la banda. Ello sucedió no obstante que en enero de 1990 se acentuó un proceso de ajuste para frenar un acelerado aumento de la inflación (que alcanzó un 31% anualizado en los 5 meses precedentes). El ajuste descansó exclusivamente en un alza marcada de las tasas de interés, encabezada por pagarés del Banco Central, que los ofreció a la elevada tasa real de 9.7% anual, a un plazo de 10 años.

Los cambios en marcha en los mercados internacionales, las altas tasas de interés en Chile y el rápido despeje de la incertidumbre que habían generado el plebiscito de 1988 y la asunción del Presidente Aylwin, promovieron un creciente ingreso de capitales hacia Chile (también las importaciones se frenaron como resultado del ajuste). Estos eventos se reflejaron rápidamente en una apreciación cambiaria real en el mercado. Desde julio de 1990 el TCO se situó en el piso de la banda. Incluso durante la crisis de Irak, en septiembre de ese año, el TCO se mantuvo en el piso, no obstante que Chile importaba entonces el 85% de su consumo de petróleo; Chile reaccionó ante esa crisis elevando drásticamente el precio interno de los combustibles (junto con una reducción del gasto fiscal no social) lo que provocó un shock inflacionario en septiembre y octubre. En ambos meses, el índice de precios al consumidor, cuyo componente inercial suponía un alza del orden de 2% mensual, se elevó a 4.9% y 3.8% en esos meses, respectivamente. La rapidez con que reaccionaron frente a los eventos externos el Banco Central y el gobierno, estrechamente coordinados, puede explicar las razones por las cuales se mantuvo en el mercado cambiario la tendencia a la apreciación.

Los ingresos de capitales continuaron fuertes. En octubre de 1990, el Banco Central tuvo que comprar 620 millones de dólares de oferta excedente del mercado cambiario; esto es equivalente a 27% del PIB mensual. Recurrentes corridas contra el

dólar y a favor del peso se reforzaron con expectativas de revaluación (y de bajas de las tasas de interés internas), que dificultaron la política monetaria.

A comienzos de 1991, se abandonó la paridad móvil estricta que las autoridades monetarias venían aplicando y, con el fin de introducir "ruido cambiario", que desalentase los flujos de corto plazo, se revaluó en tres ocasiones en forma moderada para devaluar compensatoriamente en los meses siguientes. De esta manera, el cambio "oficial" retornaba al final de cada episodio al nivel real inicial; las devaluaciones reales dentro de cada episodio encarecieron el costo de ingresar fondos de corto plazo y resultaron una medida efectiva para frenar transitoriamente el exceso de oferta de divisas. Sin embargo, la medida no podía repetirse en muchas ocasiones pues el mercado entonces se anticiparía al evento revaloratorio y la política perdería eficacia, que fue lo que ocurrió en el tercer episodio. No obstante, durante casi un semestre las autoridades ganaron tiempo para diseñar una política que permitiese actuar eficientemente en una transición más prolongada. La política se basaba en la percepción de que factores coyunturales de la cuenta corriente, como el alto precio del cobre, el incentivo de tasas de interés internas altas e importaciones transitoriamente deprimidas tenderían a modificarse a corto o mediano plazo.

Sin embargo, también se estaba consciente de que parte de la mejora observada en la cuenta corriente era más estructural o permanente: una cuenta de servicios no financieros notablemente mejorada, exportaciones no tradicionales más vigorosas y una reducción de la carga de la deuda externa. En reacción a esta combinación de factores, considerados algunos transitorios y otros permanentes por las autoridades, en junio de 1991, conjuntamente con una pequeña revaluación de 2% del "dólar acuerdo" y una disminución del arancel desde 15% a 11%, se estableció un encaje del 20% a los créditos externos -cuyo efecto se concentró en los de corto plazo. Paralelamente, un impuesto al crédito interno, que gravaba con una tasa anual de 1.2% las operaciones de hasta un año, se extendió a los préstamos externos. Tanto el encaje como el impuesto tienen un costo marginal cero para las operaciones a más de un año. El encaje, a su vez, era más gravoso para las operaciones a menos de 90 días, pues fue el plazo mínimo que se estableció de mantención del encaje en una cuenta sin intereses (Banco Central, 1992, pp.13-19).²² Las autoridades estimaron que el recargo financiero de ambas medidas, en el momento de ponerse en práctica, equiparaba el costo de los fondos externos (del mercado estadounidense) y los internos.²³

Las presiones sobre el mercado cambiario continuaron en los meses siguientes, a pesar que el ingreso de capitales de corto plazo permaneció en niveles bajos en respuesta a las políticas regulatorias adoptadas y a una reducción de las tasas de interés internas. Cabe anotar que las etapas del ciclo económico coincidieron entonces en Chile y en "su centro financiero" (Estados Unidos) durante la mayor parte de 1991, lo que no sucedería a partir de fines de ese año y en 1992.

La presión sobre el mercado cambiario en 1991, obedeció entonces a ingresos de largo plazo, pero principalmente a una cuenta corriente muy favorable: las exportaciones continuaban subiendo fuertemente, incluido un notable aumento del turismo procedente de Argentina; el precio del cobre se mantenía anormalmente elevado; los coeficientes de

²² El encaje no se pudo aplicar a "anticipos de compradores" y a las importaciones en cobranza, las que no son consideradas operaciones de crédito por la ley vigente. Los depósitos en moneda extranjera, en junio de 1991 siguieron afectos al encaje de 4% (vista) y 10% (plazo), que afecta a todos los depósitos. Ambas tasas se elevaron a la del encaje de los créditos externos en enero de 1992.

²³ Algunos antecedentes sobre criterios de cálculo se encuentran en Banco Central (1992), cuadros 4 y 5.

remesas de utilidades y los pagos de intereses también resultaron reducidos; la recuperación de las importaciones fue muy lenta y rezagada con relación a la reactivación de la economía. El resultado neto fue un (pequeño) superávit en cuenta corriente.

Empezó a predominar la opinión de que era inevitable una modificación de la política cambiaria, con una revaluación significativa. En consecuencia, el cambio oficial iba perdiendo capacidad asignadora. En enero de 1992, se revaluó el dólar acuerdo en un 5% y se amplió la banda de flotación del mercado cambiario formal a $\pm 10\%$.

Bruscamente, el tipo de cambio observado se revaluó 9% en el mercado, esto es poco menos que los diez puntos de la suma de la apreciación del tipo de cambio oficial y de la reducción del piso de la banda. A continuación surgió una ola de expectativas revaluatorias, alimentadas por los ingresos de capitales en los mercados formal e informal. Estos flujos eran alentados por la certeza de que el Banco Central no podía intervenir dentro de la banda por las normas que él mismo había establecido. En un mercado situado persistentemente en un nivel cercano al piso, sólo podía intervenir comprando al precio mínimo. La expectativa del mercado era de que, si algo cambiaba, el piso se revaluase como de hecho sucedió en enero de 1992.

Durante mucho tiempo había circulado en el Banco Central la proposición de iniciar, dentro de la banda, una flotación "sucia" o regulada; proponentes de ésta argumentaban que las normas vigentes, de banda pura, con un MCI crecientemente activo y un mercado formal más poroso, conducían a un TCO que se inclinaba hacia los extremos de la banda (en el tope en 1989-90; en el piso posteriormente). La revaluación brusca de casi 10% del TCO entre enero y febrero de 1992 contribuyó a que el Banco iniciase la flotación sucia en marzo de ese año. De hecho, el TCO ha fluctuado desde entonces en un rango de entre 1 y 8 puntos sobre el piso, esto es habitualmente despegado del piso, siempre con activas compras por el Banco pero también con frecuentes ventas.

La ampliación de la banda per se aparentemente había señalado que el Banco renunciaba a tratar de frenar las presiones revaluatorias y defender la estrategia exportadora, entregando al mercado, dominado por el segmento más cortoplazista, la determinación del TCO en un rango muy amplio. En cambio, con el establecimiento de la flotación regulada, el Banco Central volvía a tener una mayor capacidad de conducción, lo que le permitía fortalecer las variables de largo plazo en la determinación del tipo de cambio que enfrentan los productores de rubros exportables e importables.

En los meses siguientes, las tasas de interés del mercado estadounidense continuaron descendiendo, poniendo presión sobre el Banco Central. Sin embargo, la economía chilena enfrentaba un auge notable, con una tasa de aumento del PIB firmemente situada en dos dígitos (alrededor de 15% en 12 meses). En consecuencia, por razones de equilibrio macroeconómico, el Banco Central quiso elevar en vez de reducir las tasas internas de interés. Para evitar un estímulo al arbitraje, decidió aumentar la tasa de encaje a los ingresos de capitales. En mayo de 1992, los encajes sobre los créditos externos fueron elevados al 30% y se fijó en un año el plazo del depósito.

Por último, en julio del mismo año se reemplazó al dólar como el vínculo directo del tipo de cambio oficial por una canasta de monedas (constituida en 50% por el dólar, 30% por el marco alemán y 20% por el yen) como nuevo tipo de cambio de referencia. Estas medidas han tenido como objetivos hacer menos rentable el arbitraje de tasas de interés entre el dólar y el peso e introducir mayor incertidumbre cambiaria en el corto plazo, dada la inestabilidad cotidiana entre las cotizaciones internacionales de esas tres monedas. La sustitución del dólar por una canasta de monedas le dio mayor estabilidad promedio a los valores en pesos de los retornos de exportaciones. En efecto, a diferencia de las operaciones financieras que se denominan en gran proporción en dólares, el

intercambio comercial está bastante diversificado geográficamente, constituyendo los Estados Unidos sólo un quinto del total, y opera con una canasta también más diversificada de monedas.

Desde 1991 se ha intentado flexibilizar o anticipar la salida de capitales como una forma de aliviar las presiones a la baja sobre el tipo de cambio. Por ejemplo, se liberalizaron los plazos mínimos para repatriar capitales o remesar utilidades para las inversiones a través del Capítulo XIX (conversión de deudas en capital), en algunas opciones previo pago de una comisión sobre la inversión original o sobre la ganancia de capital o subsidio recibido por el conversor. Además se autorizó a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) para que invirtieran hasta un 4% (actualmente) de sus fondos en el exterior. Asimismo, se permitió que los bancos nacionales financiaran el comercio intralatinoamericano a empresas de otros países de la región, y que compraran en el exterior activos financieros de bajo riesgo. Adicionalmente, los exportadores quienes deben retornar el valor de sus ventas a través del mercado cambiario formal dentro de ciertos plazos, han sido autorizados a prolongar esos plazos y a retener en el exterior o a vender en el mercado informal una proporción creciente (10% de la moneda extranjera recibida en 1993 y 15% desde abril de 1994). Por último, como ya se expuso en la sección I, se ha flexibilizado la inversión directa en el exterior, a través de ambos mercados cambiarios.

Es poco probable que, en la actual coyuntura del mercado de divisas, estas medidas tengan el impacto deseado sobre el tipo de cambio real, ya que la rentabilidad de los activos financieros es bastante mayor en Chile que en el extranjero; esto ha desincentivado que se efectúen colocaciones importantes de los bancos o AFP en el exterior.²⁴ Incluso hay indicios de que los inversionistas extranjeros han estado reinvertiendo sus utilidades en Chile en proporción mayor que lo "normal" en lugar de repatriarlas a sus sedes. Evidentemente, los exportadores han hecho un uso muy limitado de la opción de no retornar una proporción del valor de sus exportaciones al mercado formal.²⁵ Además, en general se han apresurado a efectuar sus retornos rápidamente para aprovechar la mayor rentabilidad del capital en el mercado nacional. En cambio, la inversión directa y de cartera en países de la región sí ha resultado significativa, hecho asociado a las ganancias de capital que se han podido obtener en las bolsas accionarias y en la compra de empresas privatizadas en varios países latinoamericanos.

Es preciso distinguir entre los efectos coyunturales y permanentes de la apertura de la salida de capitales. En condiciones de mercados "ordenados" y con abundante oferta de divisas, como el chileno, y en un contexto de tasas de interés muy bajas en el "centro financiero", las medidas que facilitan la salida de capitales (o de utilidades, dividendos o intereses) podrían tener el efecto contrario al deseado, e incentivar flujos mayores hacia el país (Williamson, 1992; Labán y Larraín, 1992). A largo plazo, a su vez, podría ocurrir que se dejaran muchas puertas abiertas para la salida de capitales, que sí se usan cuando se produce nerviosismo en el mercado y surgen expectativas de devaluación. Una liberalización poco reflexiva puede dificultar la administración de la política cambiaria y sembrar inestabilidad en el futuro.

²⁴ La inversión de los bancos en activos externos no riesgosos no ha operado mayormente, porque la rentabilidad es superior en Chile; tampoco hasta ahora en el caso de las AFP. En cambio sí se movieron los créditos comerciales, pues los bancos locales podían captar un margen de intermediación (*spread*) alto. Sin embargo, al poco tiempo, situaciones de incumplimiento o solvencia de acreedores, con pérdidas para los bancos nacionales, llevaron al Banco Central a suspender nuevas operaciones.

²⁵ En el primer semestre de 1994 sólo 2-3% del valor exportado no fue retornado al MCF.

Como se puede apreciar en el gráfico 3, el tipo de cambio real (observado) se depreció fuertemente respecto de su punto más bajo en abril de 1982 hasta llegar a un nivel máximo a comienzos de 1988. Después de fluctuar sin tendencia hasta el primer trimestre de 1991, se inició un descenso que continuó hasta abril de 1992. La apreciación en este último lapso fue de 17%.

Desde entonces y hasta inicios de 1994, las fuertes presiones a la apreciación cambiaria real se debilitaron, en parte debido al mencionado deterioro que experimentaron los precios de los principales productos de exportación de Chile, y (como lo habían pronosticado quienes eran partidarios de evitar las revaluaciones adicionales) a un fuerte aumento de las importaciones en 1992-93. El superávit comercial, imperante desde la crisis de 1982, se transformó en un déficit del orden de US\$1.000 millones y el saldo en cuenta corriente pasó de un leve superávit en 1991 a un déficit del orden de US\$2.000 millones en 1993 (5% del PIB). No obstante, la balanza de pagos sigue arrojando un superávit (véase cuadro 2).

Si se comparan las políticas hacia el capital extranjero y la regulación de sus efectos sobre la economía durante el episodio en curso con aquellas adoptadas en circunstancias similares en 1978-81, se llega a la conclusión que las políticas macroeconómicas seguidas desde 1991 han sido, en promedio, mucho más pragmáticas y han dado resultados positivos.

En cuanto al impacto de los flujos de capital sobre el tipo de cambio, las políticas seguidas desde el inicio de la nueva bonanza de divisas han logrado su objetivo de moderar una apreciación real que de otro modo había sido más significativa. En contraste, durante 1978-81 se siguió una política que involucró una sustancial apreciación cambiaria, paralela a los efectos de una radical liberalización comercial que culminó con el arancel uniforme de 10% en 1979. La apreciación resultó entonces sumamente perjudicial para la producción de rubros transables. En contraste con aquel episodio, desde que recommenzó la abundancia de capitales extranjeros, se ha procurado mantener la apreciación dentro de límites razonables, conjuntamente con promover el predominio de la IED y de los créditos de largo plazo en las entradas de capital. Las diferencias entre ambos episodios son aún más marcadas en lo que respecta al ahorro interno, pues en 1978-81 éste parece haber sufrido un desplazamiento negativo (crowding-out) por el ahorro externo, en tanto que ahora parece haber operado uno positivo (crowding-in) (véase cuadro 6).

3. Las políticas monetaria y fiscal²⁶

La intervención del Banco Central en el mercado cambiario se reflejó, entre otros aspectos, en una gran acumulación de reservas internacionales entre 1989 y 1992 (cuadro 2 y cuadro 6, línea 8e). La contrapartida de las compras de moneda extranjera en el mercado fue un aumento de la oferta monetaria, lo que con frecuencia significó un incremento de la liquidez superior a la requerida por las metas oficiales de actividad económica e inflación.

²⁶ Aquí nos centraremos solamente en los aspectos más relacionados con la política cambiaria y los movimientos de capitales. Hay otros temas de gran interés, como las implicancias de diferentes formas de efectuar las operaciones de mercado abierto y la política respecto a la curva de rendimiento de las tasas de interés.

La autoridad monetaria ha logrado esterilizar con éxito los efectos monetarios de los mencionados ingresos de capital y la consiguiente acumulación de reservas internacionales. Con el objeto de evitar la correspondiente expansión monetaria, el Banco emitió deuda interna para esterilizar el efecto de la compra de divisas. La esterilización puede tener dos efectos retroalimentadores. Primero, la colocación de papeles presiona sobre la tasa de interés interna, evitando que ésta se reduzca al nivel internacional y generando incentivos para un mayor ingreso de capitales. Segundo, puede ocasionarle un déficit al Banco Central, puesto que tiene que endeudarse internamente a un costo superior a la rentabilidad que puede obtener de las reservas internacionales. Esta situación se torna insostenible en el largo plazo si los montos involucrados son altos y por lapsos muy prolongados. En caso de persistir, termina generando expectativas de revaluación y acrecienta la rentabilidad prevista del arbitraje.

a) *Esterilización y equilibrios macroeconómicos*

La necesidad de esterilización varía según la coyuntura macroeconómica que se enfrente. Durante 1976-79 la economía chilena pasaba por una recesión y funcionaba muy por debajo de su capacidad productiva (Marfán, 1992). Los primeros ingresos de capitales y la correspondiente expansión de la emisión, contribuyeron a una reactivación de la demanda agregada, de rubros transables y no transables, que encontró una oferta capaz de reaccionar debido a financiación creciente de las importaciones y capacidad productiva disponible. La coyuntura no requería una esterilización activa.

A medida que la capacidad productiva se fue copando, ya en 1979-81, los crecientes ingresos de capitales tendieron a generar un aumento de la demanda agregada. Este se manifestó en un acelerado incremento del déficit en cuenta corriente, en un alza del precio relativo de los rubros no transables y en un desaliento de la oferta exportable (French-Davis y Arellano, 1981; Morandé, 1988).²⁷ Deliberadamente, sin embargo, se había adoptado una política monetaria pasiva, en el marco del enfoque monetario de la balanza de pagos. Se suponía que la economía se ajustaría automáticamente de manera eficiente.

Luego de la crisis de 1982, la economía volvió a situarse muy por debajo de la frontera productiva. Por otra parte, en una primera etapa, la necesidad de depreciar la moneda nacional, ocasionó una fuerte caída en los incentivos al arbitraje entre el endeudamiento externo y el interno. En el gráfico 4 se aprecia que el margen para el arbitraje entre la tasa de interés internacional y la interna, *ex post*, sin descontar el riesgo país,²⁸ alcanzó valores negativos, en promedio, para el cuatrienio 1983-86.

Los flujos de capitales se concentraron en crédito comercial de corto plazo, préstamos involuntarios de la banca acreedora y fondos de las IFI destinadas a la Tesorería y al Banco Central. Las crecientes y voluminosas conversiones de deuda tampoco ejercían efectos monetarios ni cambiarios directos, aunque sí afectaban el mercado secundario de papeles y el mercado cambiario paralelo.

Sólo posteriormente el margen para el arbitraje se tornó positivo, y empezó a atraer fondos, pero en montos aun inferiores al servicio de la deuda (véase gráfico 5).

²⁷ No obstante, los ingresos de capitales se acentuaron hasta 1981, atraídos por la paulatina apreciación y un notorio cortoplazismo.

²⁸ Es evidente que en las decisiones de los inversionistas influyen las expectativas de devaluación. Sin embargo, dado lo difícil que resulta medir tales expectativas, se ha estimado el margen con la devaluación observada del período. En ese sentido se califica de *ex post*.

Hasta 1988 la economía chilena seguía en proceso de recuperación, y por lo tanto, no se veía necesidad de efectuar una esterilización activa.

Sólo desde 1988-89 surgió el dilema respecto de la dificultad, en ausencia de políticas activas, para mantener simultáneamente equilibrios macroeconómicos, la complementariedad entre ahorro externo e interno y un tipo de cambio real estable. La esterilización activa se ha tornado claramente una necesidad en los años noventa, con una coyuntura macroeconómica rondando la frontera productiva y un mercado cambiario excedente. A diferencia de 1985, cuando se hizo un miniajuste por exceso de demanda ante la restricción externa dominante, en 1990 y en 1992 se hicieron dos mini-ajustes por una restricción fundamentalmente interna (tendencia a exceder la frontera productiva en ambas ocasiones).

b) *Tasas de interés y déficit cuasifiscal*

La esterilización puede contribuir a estabilizar el tipo de cambio real y los equilibrios macroeconómicos de corto plazo. Sin embargo, también ejerce otros efectos: afecta las tasas de interés internas, la demanda y oferta agregada, y las reservas del Banco Central.

La venta neta de pagarés ha mantenido la tasa de interés interna a niveles más altos de los que hubiera alcanzado de no haberse hecho esas operaciones. Esto es, si la absorción interna se hubiese incrementado estimulada por revaluaciones cambiarias y un gasto más intenso en rubros transables, habrían imperado menores tasas de interés internas, que hubieran tendido a converger con la tasa externa correspondiente. La formación de capital es todavía baja, especialmente cuando se la compara con la alcanzada por las economías en desarrollo más dinámicas; menores tasas internas de interés reales contribuirían a que ésta aumentara (aunque el efecto desalentador de la correspondiente apreciación cambiaria sobre la demanda de rubros transables probablemente puede más que compensar ese resultado, como se sostiene en la sección III).

Si la oferta de créditos externos y su costo se mantuviesen indefinidamente tan favorables, como en 1990-93, la política apropiada sería permitir que la tasa interna se redujese al nivel externo y el tipo de cambio se revaluase. La única cuestión pendiente en materia de política se referiría sólo a la gradualidad relativa de esas medidas. Sin embargo, las autoridades han actuado sobre la base de que importantes componentes de la abundancia de fondos externos son sólo transitorios; esta posición tiene sólidos respaldos en la literatura especializada (véase Banco Mundial, 1993; Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993; CEPAL, 1994b, caps. IX-XI; y Devlin, French-Davis y Griffith-Jones, 1994). Por lo tanto, en las actuales circunstancias macroeconómicas, sería recomendable aplicar políticas que mantengan una brecha positiva entre las tasas internas y externas.

El costo financiero inmediato de la política de esterilización del aumento en las reservas internacionales ha sido alto: las tasas de interés que debe pagar el Banco Central sobre sus pagarés son mucho mayores que las que obtiene sobre sus colocaciones en moneda extranjera. Se estima que, para 1992, las pérdidas del Banco Central por este concepto ascendieron a aproximadamente 0,5% del PIB.²⁹

²⁹ El Banco Central estima las pérdidas para 1992 por diferencias de rentabilidad entre sus activos y sus pasivos en 130 mil millones de pesos (Banco Central de Chile, 1992, pág. 51). Esto es, US\$359 millones, o aproximadamente 1% del PIB. Más o menos la mitad de estas pérdidas son atribuibles a diferencias de rentabilidad entre las reservas en moneda extranjera y los pagarés que el Banco debió emitir para esterilizar los efectos monetarios de su acumulación.

Los costos mencionados no son inevitablemente permanentes. Si la intervención estabiliza un tipo de cambio "de equilibrio", ella debería ser rentable para el Banco Central por cuanto vendería más caro que lo que compra; no obstante, sí incurriría en pérdidas por el diferencial de intereses, los que tenderán a ser siempre mayores que en el centro financiero acreedor. Cuanto más prolongada sea la etapa excedente en un régimen de banda pura, mayor tenderá a ser el costo financiero en que se incurrirá por efecto de este diferencial; la flotación sucia sin duda tiende a disminuirlo. Al final, el efecto financiero neto de la esterilización para el balance del Banco Central puede ser positivo o negativo.

En caso de que el resultado inevitable sea una revaluación importante, se adiciona este costo al de los diferenciales de interés. Sin embargo, no debe ignorarse que es imprescindible que Chile mantenga algún nivel de reservas internacionales. Es evidente, además, que a fines del decenio pasado Chile requería reponer sus reservas; en efecto, a comienzos de 1990 el Banco Central tenía reservas internacionales por US\$3.000 millones y pasivos de corto plazo en moneda extranjera "con residentes" por US\$5.000 millones. El costo de acumular reservas, y de la esterilización monetaria que pudiese estar asociada a ella, no sería entonces asignable exclusivamente a las políticas de estabilización cambiaria y monetaria. Además, si la revaluación drástica es inevitable, cierta gradualidad del cambio de precios relativos puede ser eficiente, lo que tiende a lograrse con una política flexible de estabilización combinada con un conjunto de revaluaciones graduales. Por consiguiente, el costo financiero de la esterilización podría ser más bien una inversión en una transición conducente a una asignación más eficiente de los recursos del país, y a su mayor estabilidad.

c) *Mercado interno de capitales y política fiscal*

Comúnmente se sostiene que la revaluación sería evitable con una política de gasto fiscal más restrictiva. Este último planteamiento parece sobreestimar los efectos sobre el mercado cambiario del ahorro fiscal por menor gasto,³⁰ y de la sustitución de gasto público (intensivo en rubros no transables) por gasto privado (intensivo en transables). Al mismo tiempo, subestima la importancia del gasto público social, en infraestructura e institucionalidad para el desarrollo productivo moderno. Aún prevalece un gran déficit en Chile al respecto.

La política fiscal ha apoyado los esfuerzos de estabilización macroeconómica y cambiaria en dos dimensiones. Por una parte, se ha generado un ahorro creciente del sector público no financiero. El crecimiento del gasto ha sido más que compensado por una fuerte alza de los ingresos, resultante de una reforma tributaria aprobada en 1990 (al comienzo del gobierno democrático), una mejor recaudación y un crecimiento económico superior al previsto (promedio efectivo de 6.3% versus un 5% proyectado al inicio del gobierno).

La política fiscal se ha orientado prioritariamente a los objetivos de mantener la estabilidad interna y al mismo tiempo aumentar el gasto social, especialmente en salud y educación. Desde que comenzó la afluencia de capitales, el fisco ha mantenido una tasa de ahorro y un superávit significativos y crecientes. El balance de la cuenta corriente del Sector Público ha sido positivo, fluctuando sobre 5.5% del PIB desde 1990 (5.6% en 1990, 5.5% en 1991 y 6.6% en 1992). El fuerte aumento de la demanda agregada también ha llevado a una política cautelosa con respecto al gasto fiscal. En los últimos

³⁰ Véase por ejemplo, Arrau y Quiroz (1992) para un estudio que sustenta la tesis de sobreestimación.

años, en lugar de aumentar los desembolsos al ritmo del incremento de los ingresos públicos, el Gobierno ha utilizado en parte su superávit para prepagar la cuantiosa deuda que mantiene con el Banco Central (que se originó en el rescate del sector bancario después de la crisis de 1982). De hecho, el superávit total (incluyendo la cuenta de capital) fue 1.5% del PIB en 1990, 1.7% en 1991 y 2.8% en 1992 (CEPAL, 1994a).

Un elemento central para comprender la situación monetaria chilena, además de la disciplina de las finanzas del sector público, es la creación del fondo de estabilización del precio del principal producto de exportación, cuya producción está, mayoritariamente, en manos del Estado (Romaguera, 1991).

El Fondo de Estabilización del Cobre (FEC) se acumula toda vez que el precio excede el nivel "base". El FEC se deposita en el Banco Central. Durante 1988 y 1989 se utilizó la casi totalidad de dichos recursos en prepagos de la deuda de la Tesorería General de la República con el Banco Central (véase cuadro 7). La política de usar los fondos del FEC para prepagar deuda fiscal ha continuado, parcialmente, acumulándose un monto inferior al total de depósitos. Esto implica que en la etapa de precio alto del cobre el FEC ha contribuido a suavizar el ciclo expansivo; al haber traspasado fondos al Banco, el Fisco no podrá operar simétricamente con similar intensidad en el eventual ciclo contractivo.

El Banco Central ha podido acceder al mercado financiero para regular el cuantioso flujo de liquidez que se origina en respuesta a la corriente de capitales, en parte gracias a una reforma del sistema de pensiones y al esfuerzo fiscal que viabilizó la reforma.³¹

Una de las características fundamentales de la reforma previsional chilena ha sido la capitalización individual, acumulándose volúmenes crecientes de recursos financieros. Esto ha redundado en un aumento sustancial de la participación de estos inversionistas institucionales en el mercado de instrumentos financieros en los cuales están autorizados a operar. La participación de los fondos en el mercado de algunos instrumentos específicos es mayoritaria, como las letras hipotecarias, bonos de empresas y títulos de la Tesorería General de la República. También es significativa en el caso de los pagarés del Banco Central (Iglesias y Acuña, 1991).

A través de la disciplina fiscal y un mercado financiero relativamente desarrollado, el Banco Central ha tenido la posibilidad de intervenir en los mercados cambiario y del dinero, permitiéndole regular la oferta monetaria. La disciplina en las finanzas del sector público y los depósitos del gobierno y de los fondos de pensiones en instrumentos financieros del Banco Central han ayudado a regular la oferta monetaria.

Este efecto se puede apreciar en el gráfico 5, que muestra la variación en la base monetaria y su desagregación en operaciones de cambio del Banco Central y crédito interno. Nótese que los cambios en el crédito interno están estrechamente (y negativamente) correlacionados con las operaciones de cambio. Esto constata que el crédito interno fue usado intensamente para contrarrestar las compras y ventas de divisas. Las diferencias entre ambos componentes están asociadas a variaciones en la demanda de dinero, la que en Chile es notablemente sensible a cambios en el costo de mantener liquidez (la tasa nominal de interés) y a la etapa del ciclo en que esté situada la economía.

³¹ El sector público conserva la responsabilidad de pagar las pensiones de aquéllos que ya han jubilado, así como un bono de reconocimiento a todos los afiliados al sistema antiguo que se incorporaron al nuevo. A su vez, el flujo de ingresos se transfirió desde el sector público a administradoras privadas. La carga fiscal de esta operación se estima que subirá de un equivalente a 1.2% del PIB en la fecha de su inicio (1981), a un máximo de 4.8% del PIB a comienzos de los años noventa, para luego declinar gradualmente a 2.4% alrededor del año 2010 (Arrau, 1992).

III. EFECTOS SOBRE LA INVERSIÓN

La inversión nacional estuvo fuertemente deprimida durante la primera mitad de la década de 1980 y sólo comenzó a recuperarse significativamente hacia fines de ella. La recuperación de la inversión ha afectado a todos los componentes de la misma. Si tomamos 1981 como base, en 1993 la inversión bruta fija por habitante había aumentado en un 41% (véase cuadro 8). Una proporción apreciable de ese mejoramiento, que fue muy importante, se produjo en los últimos dos años. Puede considerarse que hasta 1989 los incrementos del coeficiente de inversión en Chile correspondieron exclusivamente a la recuperación respecto de los niveles bajísimos a que llegó en 1983 y 1984. Sólo en 1993 la razón entre la inversión fija y el PIB superó los valores máximos a que había llegado a fines de la década de 1960. Dado el fuerte incremento de la inversión en sectores de exportación en el segundo quinquenio de la década de 1980, en particular en aquéllos vinculados con las inversiones extranjeras, el desempeño débil de la inversión global pareciera estar indicando que, con excepción de las exportaciones relacionadas con las materias primas, la inversión en la mayoría de los otros sectores (especialmente la industria manufacturera) se rezagó notoriamente durante todos los años ochenta.

1. Impacto general de los flujos de capital

Es difícil evaluar hasta qué punto los flujos de capital han contribuido a aumentar la inversión. Se pueden distinguir cinco efectos principales: a) el efecto directo, y positivo, de la IED; b) un posible impacto a través del relajamiento de la restricción de balanza de pagos, que podría haber permitido una normalización de la demanda efectiva y aumentado la capacidad del país para importar bienes de capital; c) si la inversión estaba constreñida por falta de acceso al crédito (en otras palabras, si la tasa de interés por sí sola no equilibraba el mercado del crédito), los aumentos en la liquidez producto de los flujos de capital y de la consiguiente acumulación de reservas podrían haber afectado favorablemente a la inversión; d) la apreciación cambiaria que ha ocurrido como uno de los efectos de la afluencia de capitales podría desalentar la inversión en transables, pero también haber incentivado la inversión a través del abaratamiento de los bienes de capital, los que en su mayoría son importados; y e) los efectos sobre el ambiente macroeconómico en que operan los eventuales inversionistas.

Los efectos de los flujos de capitales sobre la distribución de la inversión entre rubros transables y no transables podrían haber sido importantes. La apreciación del peso, en la medida en que excede los aumentos netos de la productividad, tiende a afectar adversamente la inversión en rubros transables (y, particularmente, los exportables, que han sido el motor de la recuperación del crecimiento de la economía chilena desde mediados de los años ochenta) por cuanto entonces afecta desfavorablemente su rentabilidad. Ello puede ser particularmente significativo en

proyectos marginales de exportaciones de manufacturas, el sector más dinámico de las exportaciones chilenas. Este responde en forma más elástica a un tipo de cambio favorable, como lo demuestran los trabajos empíricos disponibles (CEPAL, 1994b, cap. IV). Las apreciaciones cambiarias también tienen un efecto expansivo sobre la actividad económica en el corto plazo (porque hacen subir los ingresos reales). Consecuentemente, el efecto acelerador tendería a aumentar la inversión en el corto plazo y a disminuirla en el mediano plazo.

Es poco probable que los impactos sobre la inversión de los flujos recientes de capitales se hayan hecho sentir por la vía del relajamiento de potenciales restricciones de disponibilidad de divisas. Tal como se argumentó anteriormente, la abundancia de divisas que ha experimentado la economía chilena se ha debido a una variedad de factores, la más importante de las cuales ha sido inicialmente el cambio favorable en la cuenta corriente (véase cuadro 2). En lo que se refiere a la disponibilidad de crédito al sector privado, es indudable que las condiciones externas se han vuelto más favorables en los últimos años, ya que prestatarios chilenos, en particular los bancos y algunas empresas grandes, han podido volver a los mercados internacionales de crédito. Si es que existía una restricción crediticia que operara por vías adicionales a la tasa de interés, la reanudación de los préstamos voluntarios a bancos y empresas chilenas podrían haber contribuido a relajar dicha restricción. Además, todas las empresas, incluso las que no tienen acceso al mercado internacional de capital, se han beneficiado de una demanda efectiva que por primera vez en dos decenios se ha situado cerca de la frontera productiva por cinco años. Este es un determinante decisivo del buen desempeño de la inversión.

Aparentemente, el impacto más directo de los flujos, vía la IED, ha sido el más importante. Como ya se mencionó, estas inversiones han ido en una medida importante a incrementar la capacidad productiva de rubros exportables.

2. Tipo de cambio, inversión en rubros exportables e importaciones de bienes de capital

Es de particular interés estudiar el efecto indirecto de la afluencia de capitales extranjeros sobre la inversión en rubros exportables, especialmente en manufacturas, vía su impacto sobre el tipo de cambio. Desafortunadamente, no existe información desagregada de inversión por sectores de actividad económica, y en sectores de rubros exportables. El desarrollo económico chileno durante las dos últimas décadas ha estado íntimamente ligado a la expansión y diversificación de las exportaciones. El comportamiento más dinámico lo han tenido las exportaciones de productos primarios no cupreros y las semimanufacturas asociadas a ellos. Las exportaciones de manufacturas, propiamente dichas, también han aumentado a tasas altas, pero desde niveles iniciales muy pequeños. El tipo de cambio ha sido una variable fundamental que explica el comportamiento de la oferta exportable (Moguillansky y Titelman, 1993). El único subperíodo en el que el volumen de las exportaciones manufactureras se contrajo (en tanto que las de productos basados en recursos no mineros crecieron más lentamente) es el que va de 1979 a 1983. Es interesante anotar que durante 1979-82 se produjo la fuerte revaluación del tipo de cambio asociada con la cuantiosa entrada de préstamos bancarios ocurrida durante el episodio anterior.

Esto explica por qué las autoridades le han asignado tan alta prioridad a las medidas para moderar la apreciación del tipo de cambio, por lo menos hasta el primer trimestre de 1994, a pesar de sus implicaciones con respecto a la inflación.

En una economía pequeña y abierta como la chilena, una apreciación tiene no sólo efectos sobre la asignación de recursos entre los sectores de rubros transables y no transables, sino que también afecta la tasa de crecimiento de largo plazo.³² El crecimiento del sector de rubros no transables (al igual que el de los sectores sustituidores de importaciones) tiene un límite estrecho, determinado por el tamaño del mercado interno. El aumento de las exportaciones generalmente no está sujeto a estas limitaciones, especialmente cuando su expansión va acompañada de un proceso de diversificación en cuanto a productos y mercados de destino. Además, es más probable que los beneficios de las economías de escala y aprendizaje puedan captarse exportando antes que produciendo para el mercado interno.

El tipo de cambio puede también afectar la inversión a través de su impacto sobre el costo de los bienes de capital, la mayor parte de los cuales son importados en una economía pequeña como la chilena. Este efecto puede ser de signo contrario al asociado con las inversiones en rubros exportables: mientras más depreciado esté el tipo de cambio real, más altos serán los costos de reposición de los bienes de capital y esto podría desincentivar la inversión. Sin embargo, aún cuando una depreciación cambiaria afecte negativamente a la inversión a través del efecto precio de los bienes de capital, si ella lleva a una tasa de crecimiento de exportaciones y del PIB más alta, la inversión total podría aumentar (efecto ingreso de la depreciación). Lo que interesa averiguar es la importancia relativa de estos efectos.

En un estudio reciente (Assael y Rojas, 1993), estiman funciones desagregadas de demanda de importaciones. Con respecto a las importaciones de bienes de capital, al estimar la ecuación de cointegración, los autores encuentran que ellas tienen una elasticidad negativa respecto al tipo de cambio real de 0.24, y una elasticidad positiva en relación a la formación bruta de capital fijo de 1.15 (que es la variable escala utilizada por los autores). Dado que obtienen una relación de cointegración, se estima un modelo de corrección de errores. En este modelo, la elasticidad respecto al tipo de cambio resulta negativa y su valor en el corto plazo es de 0.32. Por lo tanto, ambas estimaciones señalan un efecto con el signo esperado, pero de una magnitud relativamente baja.

Un estudio realizado por Solimano (1990) arroja nueva luz sobre los elementos determinantes de la inversión. Solimano estima un modelo de tres ecuaciones simultáneas para la inversión, la q de Tobin (aproximada por el índice de precios reales de las acciones) y el ingreso real. Los resultados de la estimación de este modelo indican que la inversión se ve afectada por el nivel de crédito al sector privado, pero que el efecto no es muy importante en términos cuantitativos. Por otro lado, el impacto del tipo de cambio sobre la inversión es complejo. En el corto plazo, la sobrevaluación cambiaria puede aumentar la rentabilidad de la inversión a través de una reducción en el precio de reposición del capital, dando lugar a una expansión en la inversión que no es sostenible y que está concentrada en sectores "equivocados" (los productores de rubros no transables). En un plazo más largo, el impacto de una depreciación real puede volverse positivo porque aumenta el valor del capital instalado en el sector de rubros transables, y este efecto llega a ser mayor que el del aumento del costo de la inversión, a medida que

³² Nos referimos a apreciaciones no sustentadas en factores que influyen en el nivel de equilibrio del tipo de cambio en el largo plazo. Es normal observar que, a medida que una economía se desarrolla en comparación con el resto del mundo, el tipo de cambio se aprecia a causa de un mejoramiento persistente de la productividad de los factores, que tiende a estar sesgado en favor de los rubros transables.

la importancia relativa de ese sector de la economía crece y la dependencia de bienes de capital importados disminuye.

Como ya se señaló, una depreciación real del tipo de cambio tiene importantes efectos positivos sobre las exportaciones, aunque estos varían sectorialmente (Moguillansky y Titelman, 1993). Lo que a su vez tiene un impacto positivo sobre el crecimiento económico, el que se debería reflejar en un aumento de la inversión total y, por ende, en un incremento de las importaciones de bienes de capital. En consecuencia, es probable que una depreciación real, al impactar positivamente las exportaciones y los bienes sustitutivos de las importaciones, tenga un efecto positivo neto sobre la inversión a través de sus efectos sobre la demanda agregada, no obstante el encarecimiento que produciría en el precio de los bienes de capital.

IV. CONCLUSIONES

La experiencia chilena demuestra que para lograr simultáneamente el ingreso de capitales, la mantención de cierto control sobre las políticas cambiaria y monetaria, y un aumento del ahorro nacional, suele requerirse un elevado nivel de intervención esterilizada y de regulación de los ingresos de capitales de corto plazo. El éxito de esta estrategia descansa en aspectos macrofinancieros que competen al Banco Central y al Ministerio de Hacienda.

La experiencia chilena resalta la importancia de adoptar una posición pragmática en torno a la regulación de los movimientos de capitales. En general, se han modificado las regulaciones con una perspectiva de mantener el aliciente de atraer capitales al país, pero procurando minimizar los efectos transitorios no deseados que pudieran tener sobre la estabilidad macroeconómica y sobre la asignación de recursos.

Una manifestación de este pragmatismo es un proceso gradual, reflejo de la voluntad de las autoridades económicas para identificar si la afluencia de financiamiento externo constituye un shock externo transitorio o permanente. Ello permite aminorar los costos y maximizar los beneficios de disponer de tales recursos. La combinación de elementos que se ha utilizado para estos propósitos ha sido la de regular los movimientos especulativos de corto plazo mediante encajes, cuotas y comisiones; la de intervenir en el mercado cambiario mediante la flotación sucia, dentro de una banda ampliada, que se mueve en torno a un valor de referencia definido por una canasta de monedas, y la esterilización del efecto monetario de la mayor disponibilidad de divisas.

Es difícil atribuir la situación de abundancia de fondos externos exclusivamente a la política económica interna. La abundancia es común a países con políticas diferentes. Existen importantes factores externos que están operando para desviar capitales internacionales hacia América Latina (Calvo, *et.al.*, 1993), y Chile es un importante receptor de ellos. La recuperación de los niveles de actividad económica y de las tasas de interés internacionales pueden ocasionar reversiones desestabilizadoras en los flujos de capitales, independientemente de las políticas internas chilenas.

El componente principal de los capitales extranjeros ingresados a Chile en los últimos años ha sido la IED. El primer factor importante ha sido una "reposición" de los stocks de IED, los que se encontraban a niveles inusualmente bajos a mediados de la década de 1980. Pero los flujos adicionales están relacionados con las condiciones favorables que presentaba, y que sigue presentando, la economía chilena para la inversión extranjera, particularmente en rubros exportables en los que Chile tiene ventajas comparativas naturales.

Otra partida importante, en los últimos años, al interior de los flujos de capitales, son los denominados flujos de capitales especulativos. Es difícil definir este concepto y en este estudio se hizo una discusión de definiciones alternativas, colocándose el énfasis en sus ventajas y desventajas. La definición con la que nos quedamos está estrechamente relacionada con los movimientos de capitales privados de corto plazo. En condiciones "normales", en estos flujos influye decisivamente el diferencial entre la tasa interna y la tasa internacional de interés, corregido por las expectativas de devaluación.

Dos factores estructurales han sido fundamentales en explicar los cambios experimentados en los flujos de capital de corto plazo desde 1987. El primero es el problema de la deuda, el cual prevaleció en su forma más aguda desde 1982 hasta mediados de 1987. En el segundo de esos años, los precios del cobre subieron apreciablemente y también Chile pudo suscribir un acuerdo de reprogramación de su deuda con los acreedores externos. Además, las presiones sobre la deuda externa se aliviaron como resultado del programa de conversión de la deuda en capital accionario. El segundo cambio estructural se relaciona con las medidas cambiarias adoptadas para desestimular el arbitraje internacional de tasas de interés, en particular la introducción de encajes sobre los créditos externos de corto plazo y la mayor incertidumbre en el precio del dólar causada por la ampliación de su banda de flotación, junto con el inicio de un régimen de flotación sucia, y por la adopción de una canasta de monedas para determinar el punto central de la banda. Estas políticas se adoptaron a partir de 1991 y tuvieron como efecto una disminución importante de los flujos de capital de corto plazo, los cuales venían siendo incentivados por la mantención de tasas de interés nacionales que estaban muy por encima de las internacionales.

En consecuencia, lejos de representar una situación de liberalización con perfecta movilidad del capital, tipo de cambio fijo y donde se pierde control sobre la demanda agregada, el caso chileno ha supuesto una intervención pragmática flexible para regular la entrada de capitales y actuar en los mercados del dinero y cambiarios, para así administrar la liquidez interna y regular el gasto agregado.

El Banco Central y el Ministerio de Hacienda actuaron en forma concertada para implantar esta estrategia. Su papel consistió en el uso del mercado de capitales interno - profundizado como consecuencia de una reforma del sistema de pensiones- como ámbito para esterilizar los efectos monetarios de la acumulación de reservas a fin de prevenir la apreciación excesiva del tipo de cambio real. A su vez, tal enfoque ha requerido hacer ahorros en el sector público y por ende aplicar una política fiscal disciplinada, con arreglo a la cual los recursos generados por los shocks positivos que se manifiesten en los precios de recursos naturales de propiedad del Estado, se ahorran para ser utilizados en los períodos de shocks negativos.

Se estudiaron las diferencias entre el primer período de entradas fuertes de capital (1978-81) y el período 1987-92. La principal diferencia entre estos dos períodos radica en que, en el primero, la política monetaria fue esencialmente pasiva y permitió la monetización de los flujos y el atraso cambiario; mientras que en el segundo, la autoridad monetaria efectivamente ha esterilizado una buena parte de la entrada de capitales y ha articulado una serie de medidas para moderar la apreciación cambiaria. A raíz de eso, las tasas de interés llegaron a niveles más altos que las que hubieran prevalecido sin esterilización y ha requerido la utilización de las medidas cambiarias ya mencionadas y restricciones de costos para impedir un flujo de capitales especulativos aún mayor. En contrapartida, contribuye a un equilibrio macroeconómico más sostenible y a un desarrollo productivo más sólido, vinculado al dinamismo exportador.

La cuenta de capitales ha aumentado fuertemente y la inversión total lo ha hecho en forma más modesta. Esto podría ser indicación de dos fenómenos complementarios: a) a pesar del aumento del coeficiente de inversión de la economía en su conjunto, la inversión en los sectores productores de rubros transables no asociados con los recursos naturales, que no han tenido afluencia de IED, continúa siendo débil; y b) una parte importante del financiamiento externo, difícil de determinar en términos cuantitativos, ha ido a financiar la compra de activos existentes (por ejemplo, los FICE y los ADR secundarios) o a invertirse en el exterior. Resulta evidente que la IED, los créditos

asociados directamente a ésta y las fuentes multilaterales, son los que han contribuido al grueso del complemento externo de la formación de capital en Chile.

A pesar de que no existen cifras sistemáticas de la distribución de la inversión entre transables y no transables, los análisis empíricos disponibles para diversos países permiten concluir que el tipo de cambio es una variable crucial para la mantención del dinamismo exportador, particularmente en lo que se refiere a los productos no tradicionales (véase CEPAL, 1994b, cap. IV). El crecimiento económico de Chile ha llegado a descansar en forma creciente en la ampliación sostenida de la oferta exportable, la cual ha incrementado en forma notoria su participación en el PIB. Este cambio estructural hace que una depreciación cambiaria tenga un efecto positivo cada vez mayor sobre la inversión. Esto se da en parte porque el acervo de capital en rubros exportables ha ido en aumento y, por lo tanto, la depreciación cambiaria eleva el valor del capital instalado en la economía (efecto estudiado por Solimano, 1990). Por otra parte, el impacto positivo de una depreciación real sobre la inversión sería mayor mientras mayor sea el sector exportador. A medida que crece este sector, los aumentos de la inversión inducidos por el efecto de la depreciación sobre los precios relativos de los rubros transables pasan a ser mayores que las disminuciones en la inversión en los sectores productores de rubros no transables. A su vez, el impacto multiplicador del impulso exportador sobre la economía en su conjunto podría estar ejerciendo un efecto ingreso positivo incluso sobre los sectores que producen rubros no transables y sustituidores de importaciones.

Estas consideraciones explican el esfuerzo de las autoridades por moderar la apreciación real como consecuencia de la afluencia de capitales extranjeros privados de años recientes. Es de especial importancia para el modelo de desarrollo chileno que se evite la apreciación cambiaria real más allá de la que ya ha ocurrido desde 1991.

Una de las razones por las que se ha puesto tanto énfasis en la mantención del tipo de cambio ha sido porque las autoridades se han quedado con pocas herramientas alternativas. La liberalización comercial emprendida por Chile hace casi 20 años y la adhesión incondicional a las políticas de incentivos neutrales hace difícil diseñar medidas fiscales o financieras de apoyo al proceso de diversificación y expansión de la oferta exportable chilena. El tipo de cambio real ha fluctuado y se ha apreciado, no obstante los esfuerzos de la autoridad, más que lo que ésta parecía considerar deseable. Políticas más pragmáticas podrían hacer que la tasa de cambio se mantuviera más cercana a las bases fundamentales en vez de guiarse por valores transitorios fuera de tendencia (*outliers*). De esta manera podría contribuir en forma más efectiva al desarrollo de la economía chilena.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Agosin, M., R. Fuentes y L. Letelier (1993), Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas: el caso de Chile, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Red de Centros de Investigación Aplicada, Washington, D.C.
- Akyuz, Y. (1993), "Financial liberalization: the key issues", Finance and the real economy: issues and case studies in developing countries, Y. Akyuz y G. Held (comps.), Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), Universidad de las Naciones Unidas (UNU), Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo (WIDER), S.R.V. Impresos, Santiago.
- Arrau, P. (1992), "El nuevo régimen previsional chileno", Seminario Internacional de Reformas al Régimen Pensional, Bogotá, Colombia, mayo 20-21, 1992.
- Arrau, P. y J. Quiroz (1992), "Ahorro fiscal y tipo de cambio real", Cuadernos de Economía, N° 88, Santiago, diciembre.
- Assael, P. y P. Rojas (1993), "Un análisis econométrico de la demanda por importaciones desagregadas en Chile: 1960-1992", Banco Central de Chile, inédito, Santiago, septiembre.
- Banco Central de Chile (1992), Evolución de la economía en 1992 y perspectivas para 1993, Santiago, septiembre.
- (1993), Evolución de la economía en 1993 y perspectivas para 1994, Santiago, septiembre.
- Banco Mundial (1993), Diez años después de la crisis de la deuda, Oficina Regional de América Latina y el Caribe, Washington, D.C., septiembre.
- Bianchi, A. (1993), "Overabundance of foreign exchange, inflation and exchange rate policy: the Chilean experience", Mobilising international investment for Latin America, en Colin Bradford (comp.), Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), París.
- Budnevich, C. y R. Cifuentes (1993), "Manejo macroeconómico de los flujos de capitales de corto plazo: la experiencia de Chile", Colección Estudios CIEPLAN, N° 38, Santiago, diciembre.
- 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, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C., marzo.

- CEPAL (1994a), Estudio Económico de América Latina y el Caribe: Chile, Santiago, enero.
- (1994b), Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial, (LC/G.1800(SES.25/3), Santiago, marzo.
- Corbo, V., J. de Melo y J. Tybout (1987), "¿Por qué fracasaron las recientes reformas en el Cono Sur?", en S. Roca (comp.), Estabilización y ajuste estructural en América Latina, Editorial Universo, Lima.
- Damill, M., J.M. Fanelli y R. Frenkel (1992), "Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta, Chile", Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), inédito, Santiago, agosto.
- Departamento de Economía, Universidad de Chile (1993), Comentarios sobre la situación económica, Santiago, diciembre.
- Desormeaux, J. (1989), "La inversión extranjera y su rol en el desarrollo de Chile", serie Documento de Trabajo N° 119, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago, julio.
- Feliu, C. (1992) "Inflación externa y tipo de cambio real: nota metodológica", Serie de Estudios Económicos N° 37, Banco Central de Chile, Santiago.
- Ffrench-Davis, R. (1982), "Deuda externa y balanza de pagos de América Latina: tendencias recientes y perspectivas", Progreso económico y social en América Latina. Informe 1982, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Washington, D.C.
- (1984), "Deuda externa, liberalización financiera y crisis en Chile", América Latina: deuda, crisis y perspectivas, Instituto de Cooperación Iberoamericana (ICI), Ediciones Cultura Hispánica, Madrid y en Colección Estudios CIEPLAN, N° 11, diciembre 1983.
- (1990), "Conversión deuda-capital en Chile", Cuadernos de Economía, año 27, No. 82, Santiago, diciembre.
- (1992), "Adjustment and conditionality in Chile, 1982-88", en E. Rodríguez y S. Griffith-Jones (eds.), Cross-conditionality, banking regulations and Third World debt, Macmillan, Londres.
- Ffrench-Davis, R. y J.P. Arellano (1981), "Apertura financiera externa: la experiencia chilena en 1973-80", Colección Estudios CIEPLAN, N° 5, Santiago, julio.
- Ffrench-Davis, R., P. Leiva y R. Madrid (1991), "La apertura comercial en Chile: experiencias y perspectivas", (UNCTAD/ITP/68), Estudios de Política Comercial, N° 1, UNCTAD, Naciones Unidas, Nueva York.
- Ffrench-Davis, R. y O. Muñoz (1990), "Desarrollo económico, inestabilidad y desequilibrios políticos en Chile: 1950-89", Colección Estudios CIEPLAN N° 28, Santiago, junio.

- Fischer, B. y H. Reisen (1992), "Towards capital account convertibility", serie Policy Brief, No. 4, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), París.
- Fontaine, J.A. (1988), "Los mecanismos de conversión de deuda en Chile", Estudios Públicos, No. 30, Centro de Estudios Públicos, Santiago.
- (1993), "Transición económica y política en Chile (1970-1990)", Estudios Públicos, N° 50, Centro de Estudios Públicos (CEP), Santiago.
- Hachette, D. y A. Cabrera (1989), "The capital account liberalization in Chile, 1974-82", Documento de Trabajo, N° 120, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile, Santiago.
- Hanson, J. (1992), "Opening the capital account. A survey of issues and results", Policy Research Working Papers, N° 901, Banco Mundial, Washington, D.C.
- Held, G. (1993), "Bank regulation, liberalization and financial instability in Latin America and Caribbean countries", en Y. Akyuz y G. Held (comps.), Finance and the Real Economy: Issues and Case Studies in Developing Countries, ECLAC/UNU-WIDER/UNCTAD, S.R.V. Impresos, Santiago.
- Helpman, E., L. Leiderman y G. Bufman (1993), "A new breed of exchange rate bands: Chile, Israel and Mexico", Tel Aviv University, mimeo, septiembre.
- Iglesias, A. y R. Acuña (1991), Sistema de pensiones en América Latina. Chile: experiencia con un régimen de capitalización 1981-1991, S.R.V. Impresos, Santiago.
- Laban R. y F. Larraín (1993), "Can a liberalization of capital outflows increase net capital inflows?", Documento de trabajo, N° 155, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile, Santiago.
- Larraín, F. (1988), "Debt-reduction schemes and the management of Chilean debt", Banco Mundial, inédito, Washington, D.C., diciembre.
- Marfán, M. (1992), "Reestimación del PGB potencial en Chile: implicancias para el crecimiento", Cuadernos de Economía, año 29, N° 87, Santiago, agosto.
- Mizala, A. (1985), "Segmentación del mercado de capitales y liberalización financiera", serie Notas Técnicas, N° 69, Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN), Santiago, marzo.
- (1992), "Las reformas económicas de los años setenta y la industria manufacturera chilena", Colección Estudios CIEPLAN, N° 35, número especial, Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN), Santiago, septiembre.
- Moguillansky, G. y D. Titelman (1993), "Estimación econométrica de funciones de exportación en Chile", Estudios de Economía, Vol. 20, N° 1, Santiago, junio.

- Morandé, F. (1988), "Apreciación del peso y entrada de capitales externos. ¿Cuál viene antes? (Chile, 1977-82)", Del auge a la crisis de 1982: ensayos sobre liberalización financiera y endeudamiento en Chile, F. Morandé y K. Schmidt-Hebbel (comps.), Instituto Latinoamericano de Doctrina y Estudios Sociales (ILADES), Santiago.
- Ramos, J. (1988), "Auge y caída de los mercados de capitales en Chile", Del auge a la crisis de 1982: ensayos sobre liberalización financiera y endeudamiento en Chile, F. Morandé y K. Schmidt-Hebbel (comps.), Instituto Latinoamericano de Doctrina y Estudios Sociales (ILADES), Santiago.
- Reisen, H. (1993), "Southeast Asia and the 'Impossible Trinity'", International Economic Insights, vol. 4, N° 3, mayo-junio.
- Repetto, A. (1992), "Políticas macroeconómicas y tipo de cambio real en Chile, 1980-91", Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN), inédito, Santiago, diciembre.
- Romaguera, P. (1991), "Las fluctuaciones del precio del cobre y su impacto en la economía chilena", Notas Técnicas, N° 143, Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN), Santiago, octubre.
- Solimano, A. (1990), "Inversión privada y ajuste macroeconómico: la experiencia chilena en la década de los 80", Colección Estudios CIEPLAN, N° 28, Santiago, junio.
- Uthoff, A. (1992), "Estabilización y precios relativos, el desafío de reducir la inflación a un dígito", Proyecto Regional sobre Políticas financieras para el desarrollo, CEPAL/PNUD, Santiago.
- Valdés, S. (1993), "Ajuste estructural en el mercado de capitales: la evidencia chilena", en D. Wisecarver (comp.), El modelo económico chileno, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile/Centro Internacional para el Desarrollo, Santiago.
- Williamson, J. (1992), "Acerca de la liberalización de la cuenta de capitales", Estudios de Economía, vol. 19, N° 2, Departamento de Economía, Universidad de Chile, Santiago, diciembre.
- Zahler, R. (1992), "Política monetaria con apertura de la cuenta de capitales", Revista de la CEPAL, No. 48, Santiago, diciembre.

Anexo 1
CUADROS ESTADISTICOS

Cuadro 1: CHILE: CUENTA DE CAPITALES, 1980-93
(montos anuales en millones de US\$)

	1980-8	1983-8	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
	2	5								
CUENTA DE CAPITALES	3026	1278	741	945	1009	1264	3049	829	2883	2763
1. INVERSION EXTRANJERA	421	113	380	1068	1305	1677	1690	761	703	1768
a. Inversión del exterior	448	118	383	1075	1321	1687	1698	883	1082	2289
Inversión extranjera directa efectiva a/	332	92	60	104	124	182	235	562	730	896
Créditos asociados al DL 600 (netos) b/	115	-1	67	185	388	311	749	336	51	615
Desembolsos	134	53	108	226	524	437	888	458	328	847
Conversión de deuda/capital	0	27	255	786	809	1107	355	-40	-32	-55
Inversión de cartera	0	0	0	0	0	87	359	25	332	833
Fondos de inversión c/	0	0	0	0	0	87	254	56	50	40
American Depositary Receipts (ADR)	0	0	0	0	0	0	105	-31	282	793
b. Inversión al exterior	-27	-5	-3	-7	-16	-10	-8	-122	-378	-521
2. OTROS CAPITALES	2605	1164	361	-123	-296	-413	1358	68	2179	996
a. Capitales de mediano y largo plazo	2080	1438	-41	-968	-966	-1616	-57	-419	239	-96
Desembolsos de mediano y largo plazo	3613	1623	1144	829	998	1009	1328	1152	1376	1438
Por créditos	3572	1623	1144	829	998	1009	1328	952	1256	1114
Créditos a través del Art. 15	65	23	16	27	42	232	395	210	104	187
Créditos de proveedores	237	124	159	197	124	134	86	85	77	129
Créditos oficiales	80	445	510	535	765	558	652	508	656	290
Bancos	3176	1021	459	69	68	67	164	87	386	448
Empresas y particulares	15	10	0	0	0	18	32	61	32	60
Por bonos	41	0	0	0	0	0	0	200	120	324
Amortizaciones de créditos externos	-1487	-638	-1192	-1804	-2381	-2636	-1432	-1546	-1174	-1506
Amortizaciones efectivas d/	-1487	-552	-432	-269	-513	-690	-604	-863	-838	-1230
Conversiones de deuda externa	0	-85	-760	-1535	-1868	-1946	-828	-684	-336	-276
Otros capitales de mediano y largo plazo	-46	452	7	8	397	11	48	-24	38	-28
b. Capitales de corto plazo	525	-273	402	845	690	1203	1415	487	1940	1091
Líneas de corto plazo	729	-165	242	141	371	819	549	-998	1879	154
Sector público no financiero	249	-26	22	5	44	161	-101	-600	61	-12
Sector privado y bancario	480	-139	220	136	328	658	650	-398	1818	165
Corto plazo comercial directo	58	-19	-47	-99	-3	105	251	400	-217	207
Activos de corto plazo	-346	248	563	577	546	273	610	1094	280	732
Contrapartida conversión de deuda	0	44	478	750	991	606	473	665	263	135
Otros	-346	204	85	-172	-445	-332	137	429	17	597
Otros capitales de corto plazo (netos)	85	-338	-357	225	-225	5	5	-9	-1	-1

Fuente: CEPAL, en base a información del Banco Central de Chile.

- a/ Corresponde a los ingresos netos mediante el Decreto Ley N° 600 y el Capítulo XIV del CNCL.
- b/ A pesar de no ser estrictamente capital de riesgo, es un crédito asociado directamente al proceso de inversión.
- c/ Corresponde a los fondos constituidos mediante la Ley N° 18.657.
- d/ Descontadas las amortizaciones de los créditos asociados al DL 600.
- e/ Incluye el refinanciamiento de amortizaciones, retiming de intereses, amortizaciones diferidas al Club de París, y otros activos y pasivos de mediano y largo plazo. En 1983, corresponde al refinanciamiento de amortizaciones efectuado en el marco del acuerdo de reestructuración de la deuda de ese año. En 1988, corresponde al retiming de intereses en el marco del acuerdo de reestructuración de la deuda de ese año.
- f/ Refleja la disminución de activos del sector privado para financiar conversiones de deuda hechas con recursos del mercado informal, y que no tienen contrapartida en otros componentes de la balanza de pagos.

Cuadro 2. RESUMEN DE LA BALANZA DE PAGOS DE CHILE, 1979-93
(montos en millones de US\$)

	Balanza comercial	Servicios financieros	Cuenta corriente	Cuenta de capitales/	Errores y omisiones	Acumulación de reservas	Ingresos netos de capital a	
							En dólares nominales	En dólares de 1977 ^{b/}
1979	-355	675	-1189	2247	-11	1047	10.8	11.2
1980	-764	930	-1971	3165	50	1244	11.5	13.0
1981	-2677	1464	-4733	4698	102	67	14.2	17.9
1982	62	1921	-2304	1215	-76	-1165	4.8	5.5
1983	986	1748	-1117	508	68	-541	2.6	2.3
1984	363	2025	-2111	1940	188	17	10.1	8.5
1985	884	2043	-1413	1384	-70	-99	9.6	5.9
1986	1092	1892	-1191	741	223	-227	4.4	2.8
1987	1229	1700	-808	945	-91	45	5.0	3.0
1988	2219	1920	-167	1009	-110	732	4.2	2.8
1989	1578	1926	-705	1264	-122	437	5.0	3.2
1990	1273	1811	-648	3049	-32	2369	11.2	7.6
1991	1576	1809	15	829	394	1238	2.6	1.9
1992	749	1860	-743	2882	359	2498	7.4	6.1
1993	-979	1503	-2092	2764	-94	578	6.7	5.5

Fuente: Banco Central de Chile.

a/ Ingresos netos de capital. Esta columna más errores y omisiones, y menos la variación de reservas (según balanza de pagos) es igual al financiamiento neto de la cuenta corriente.

b/ El PIB (en pesos de 1977) fue convertido a dólares con el tipo de cambio promedio para 1977. Los ingresos de capital fueron deflactados por el índice de precios externos para Chile.

**Cuadro 3. ADRs REGISTRADOS EN LA BOLSA DE NUEVA YORK
Y OPERACIONES "FLOWBACK"**
(millones de US\$ a noviembre de 1993)

Empresa	Fecha	Colocación inicial	Inflowsa/ Totalb/	Flowbackc/ Totalb/	% Empresa en ADRs	Variación nominal (%) d/
CTC	20/07/90	89.0	416.6	505.6	46.1	24.2
CHILECTRA	19/02/92	72.7	36.7	109.4	14.0	10.6
CCU	24/09/92	57.0	19.8	76.8	6.7	9.7
MADECO	07/06/93	55.0	34.6	89.6	2.4	15.8
MASISA	16/06/93	54.0	45.7	99.7	0.0	27.0
SOQUIMICH	28/09/93	75.2	47.1	122.3	0.0	22.7
ENERSIS	26/10/93	63.5	39.2	102.7	0.0	9.5
TOTAL		466.4	639.7	1106.1	69.2	-

Fuente: Latin Finance Review, varios números; Chile Market, Corredores de Bolsa.

a/ Contabiliza las compras efectuadas por extranjeros en Chile convertidas a ADRs.

b/ Total de ADRs chilenos registrados en la Bolsa de Nueva York (colocación inicial más operaciones "inflows").

c/ Las operaciones "flowback" corresponden a los ADRs transformados en acciones y transados en el mercado de valores nacional.

d/ Variación nominal de la cotización de los ADRs en la Bolsa de Nueva York desde el momento de su primera colocación hasta noviembre de 1993.

Cuadro 4. ACTIVOS DE FONDOS DE INVERSIÓN DE CAPITAL EXTRANJERO
(miles de millones de pesos, a diciembre de 1993)

	Acciones	Títulos estatales	Otros ^a	Total Activos
Fondos relacionados con el DL 600 ^b	649.2	6.6	13.8	669.6
Fondos del anexo 2 del Capítulo XIX ^c	25.3	0.1	0.8	26.2
<u>Total</u>	<u>674.5</u>	<u>6.7</u>	<u>14.6</u>	<u>695.8</u>

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros y Banco Central de Chile.

^a Incluye depósitos a plazo, letras hipotecarias, bonos y otras inversiones.

^b Incluye 17 fondos de inversión.

^c Incluye 1 fondo de inversión.

Cuadro 5. PASIVOS EXTERNOS DE CHILE
(miles de millones de US\$)

	1980	1986	1990	1993
I. Deuda tradicional	11.1	19.5	17.4	19.2
Largo plazo	9.4	17.8	14.0	15.7
Pública	4.7	14.4	9.8	8.6
Privada	4.7	3.4	4.2	7.1
Corto plazo	1.7	1.7	3.4	3.5
Pública	0.3	1.4	2.0	0.5
Privada	1.3	0.3	1.4	3.0
II. Reservas internacionales				
1. Banco Central ^a	4.0	1.8	5.4	9.8
2. Activos del sistema financiero	0.6	0.5	0.5	0.5
III. Inversión extranjera				
1. Inversión extranjera directa (IED) ^b	1.0	2.1	2.8	4.9
2. Inversión con pagarés de deuda externa ^c	-	0.3	3.3	3.2
3. American Depositary Receipts (ADR) ^d	-	-	0.1	2.2
4. Fondos de inversión ^d		-	0.5	1.6
5. Inversión al exterior (activos Cap. XII)	0.0	0.1	0.2	1.2
IV. Utilidades no distribuidas ^e	n.a.	n.a.	1.6	3.2

Fuente: Banco Central de Chile (I y II) y cálculos de los autores (III y IV).

- ^a Reservas internacionales brutas, netas del uso de créditos del FMI.
- ^b Suma de los flujos nominales netos de capital de riesgo del DL 600; excluye el Capítulo XIX del CNCI, la deuda capitalizada directamente y las utilidades no distribuidas. Los créditos asociados a la IED están incluidos en la deuda privada de largo plazo.
- ^c Es el valor de redenominación (neto de retiros de capital) del Capítulo XIX más capitalizaciones directas.
- ^d Stock a precios de mercado.
- ^e Estimación conservadora de utilidades y aumentos del valor nominal del stock de IED y Capítulo XIX.

Cuadro 6. PRODUCCION, CONSUMO, INVERSION Y SHOCKS EXTERNOS PER CAPITA:

CHILE, 1980-93 a/
(porcentajes del PIB per cápita de 1981)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1983 -89	1990 -93
1. PIB	95.7	100.0	85.0	81.2	85.5	86.1	89.5	93.1	98.3	106.3	106.8	111.4	121.1	126.3	91.4	116.4
2. Gasto interno	102.1	112.8	85.1	77.6	83.6	80.7	83.6	88.2	94.5	104.2	102.6	105.5	117.6	126.1	87.5	112.9
3. Consumo	79.2	86.5	73.9	69.0	70.6	68.7	70.1	71.6	76.7	81.1	80.4	83.2	89.7	94.9	72.5	87.1
4. Formación bruta de capital fijo	16.9	19.4	11.8	9.8	11.3	12.7	13.4	15.3	16.7	19.8	20.8	20.3	24.0	28.3	14.1	23.4
5. Ahorro interno b/	16.5	13.5	11.1	12.2	14.9	17.5	19.4	21.5	21.5	25.2	26.4	28.2	31.4	31.4	18.9	29.4
6. Cuenta corriente no financiera c/	-6.4	-12.8	-0.1	3.6	1.9	5.5	5.9	4.8	3.8	2.1	4.2	5.9	3.6	0.2	3.9	3.5
a) Exportaciones	22.6	20.3	20.9	20.6	21.7	22.8	24.6	26.3	27.5	31.3	33.1	36.8	40.6	41.9	25.0	38.1
b) Importaciones	29.0	33.1	21.0	17.0	19.8	17.3	18.7	21.5	23.7	29.2	28.9	30.8	37.1	41.7	21.0	34.6
7. Efectos términos del intercambio	1.9	0.0	-1.7	-1.2	-2.7	-3.3	-2.9	-1.6	1.5	0.9	-1.6	-1.0	-0.8	-3.7	-1.3	-1.8
8. Transferencias netas de fondos	4.5	12.8	1.9	-2.4	0.8	-2.2	-3.0	-3.2	-5.3	-3.0	-2.6	-4.9	-2.7	3.5	-2.6	-1.7
a) Movimientos de capital	12.0	17.5	4.0	1.6	7.5	3.9	2.7	2.2	2.8	3.7	8.2	2.7	8.2	7.2	3.5	6.6
b) Pago neto de utilidades e intereses	-3.4	-5.0	-6.8	-6.5	-7.2	-7.2	-7.1	-5.9	-6.3	-6.1	-5.0	-5.2	-5.4	-3.9	-6.6	-4.9
c) Transferencias unilaterales	0.4	0.5	0.6	0.5	0.6	0.7	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	1.2	1.7	1.7	0.6	1.3
d) Subtotal	9.0	13.0	-2.3	-4.4	0.9	-2.5	-3.9	-3.1	-2.9	-1.6	3.9	-1.4	4.5	5.0	-2.5	3.0
e) Variación reservas internacionales	4.6	0.2	-4.1	-2.0	0.1	-0.3	-0.9	0.2	2.4	1.4	6.5	3.6	7.2	1.5	0.1	4.7

Fuente: Elaboraciones de los autores sobre la base de información de cuentas nacionales y balanza de pagos del Banco Central de Chile, Boletín Mensual (varios números).

a/ Todas las cifras han sido ajustadas por el crecimiento de la población y se expresan como porcentajes del PIB de 1981. De esta manera, la comparación de cualquier cifra en una línea dada con su valor en 1981, indica el cambio porcentual per cápita en el período respectivo.

b/ Calculado como la diferencia entre el PIB y el consumo.

c/ Las transferencias unilaterales netas están incluidas en la línea 8.

Cuadro 7. MOVIMIENTOS DEL FONDO DE ESTABILIZACION DEL COBRE
(millones de US\$)

Período	Depósitos	Usos	Saldo
1987	26.4	--	26.4
1988	496.0	439.5	82.9
1989	1202.9	1260.1	25.7
1990	785.1	256.2	554.6
1991	289.7	200.0	644.3
1992	134.6	--	778.9
1993	9.8	39.0	749.7
<u>TOTAL</u>	<u>2944.5</u>	<u>2194.8</u>	<u>749.7</u>

Fuente: Banco Central de Chile y Romaguera (1991).

Cuadro 8. INDICADORES DE LA INVERSION, 1981-93

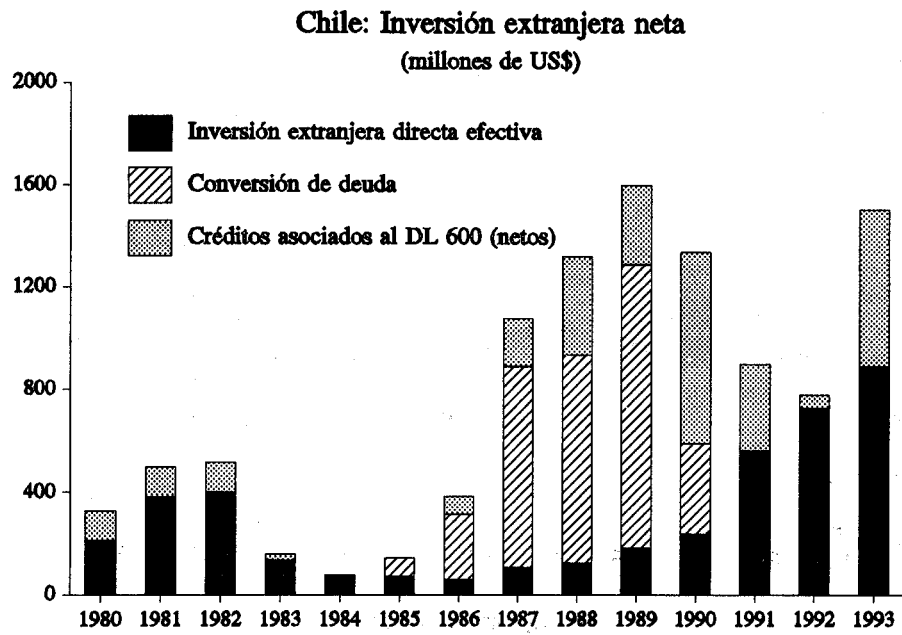
	Inversión bruta fija (% del PIB)		Inversión bruta fija real p/c ^a (1981=100)	Importación de bienes de capital p/c (1981=100)
	Antiguas cuentas nacionales ^a	Nuevas cuentas nacionales ^b		
1981	19.5	23.2	100.0	100.0
1982	15.0	15.8	65.0	49.7
1983	12.9	13.7	54.4	28.3
1984	13.2	16.3	58.3	40.4
1985	14.8	17.7	65.8	45.3
1986	15.0	17.1	69.2	46.4
1987	16.4	19.6	79.1	62.5
1988	17.0	20.8	86.1	69.9
1989	18.6	23.9	102.3	93.2
1990	19.5	24.6	107.6	94.2
1991	18.2	22.3	104.8	81.2
1992 ^c	19.8	25.1	124.0	106.6
1993 ^c	22.4	27.4	141.3	121.5

Fuente: Cálculos basados en datos del Banco Central de Chile.

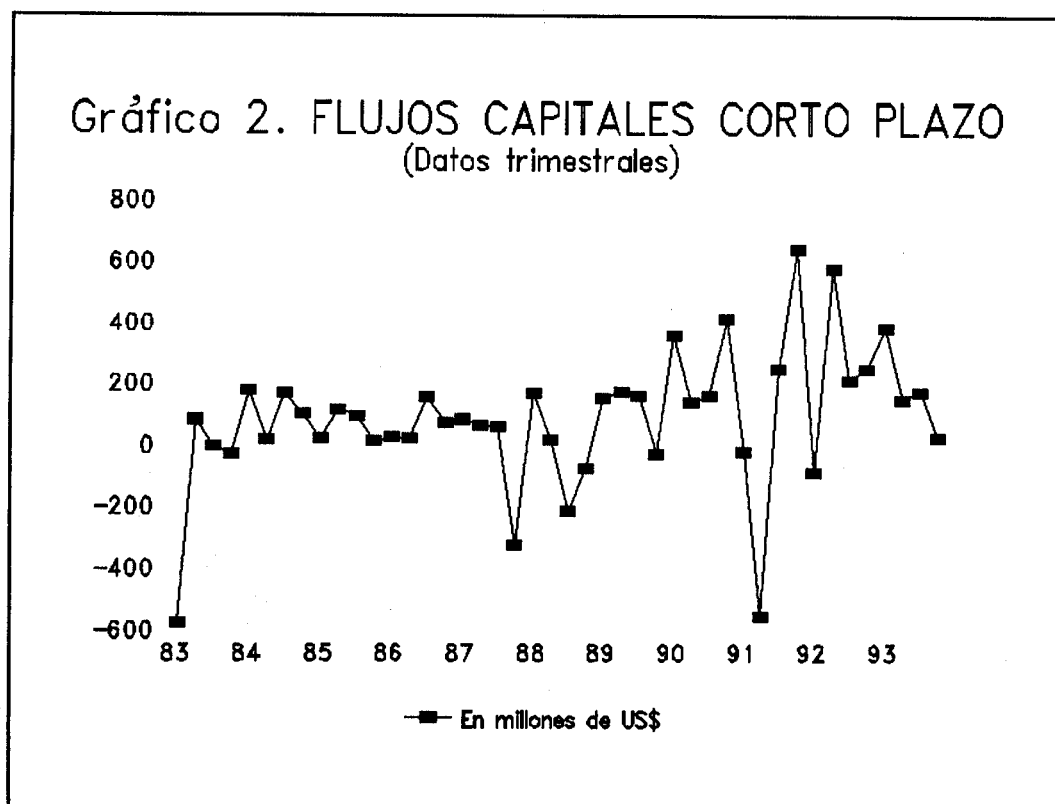
^a Pesos de 1977. ^b Pesos de 1986. ^c Cifras preliminares.

Anexo 2
GRAFICOS

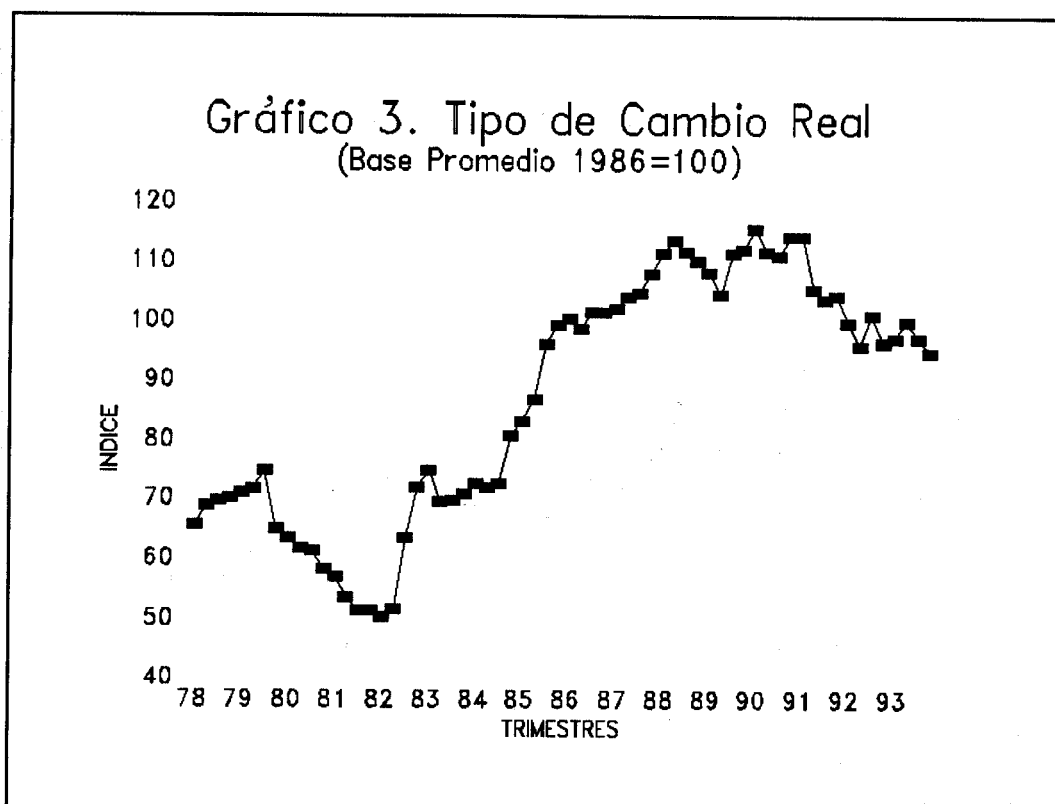
Gráfico 1



Fuente: Banco Central de Chile y cuadro 1.

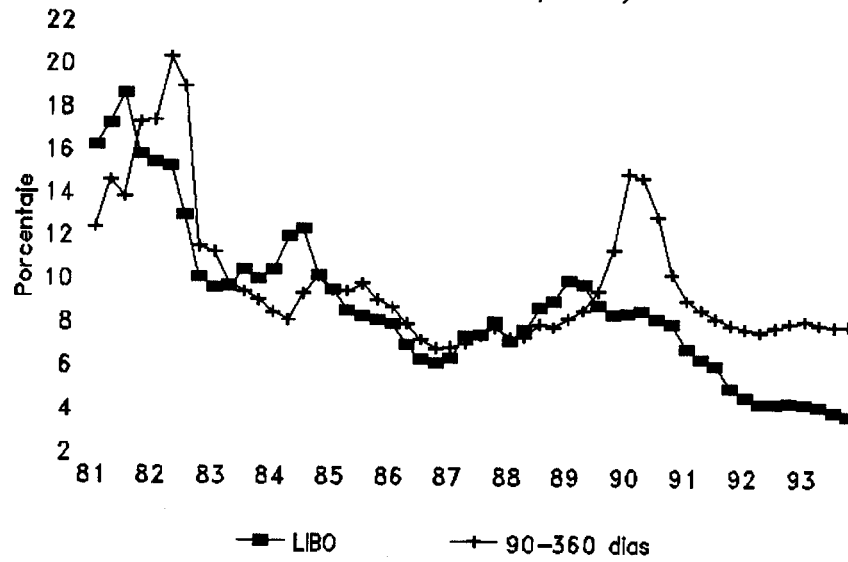


Fuente: Banco Central de Chile y cálculos hechos por los autores.



Fuente: Banco Central de Chile.

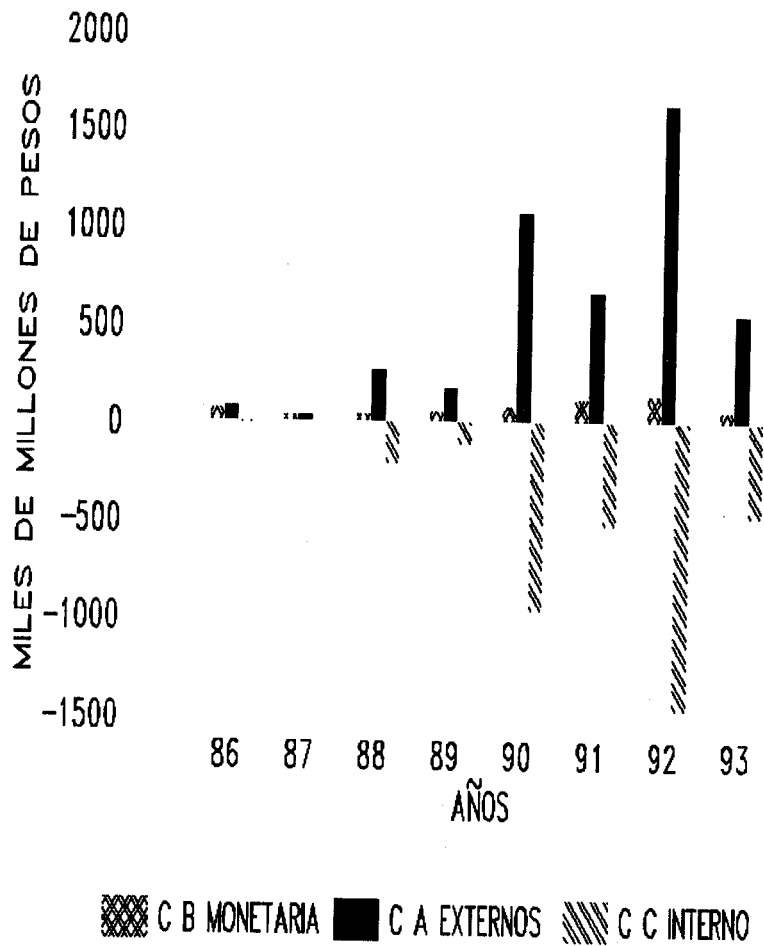
Gráfico 4. Tasas Interés Nac. e Intl.
(Tasas 90-360d y Libo)



Fuente: Basado en cifras del Banco Central de Chile.

Gráfico 5

FUENTES DE CAMBIO BASE MONETARIA (MILES DE MILLONES DE PESOS)



Fuente: Banco Central de Chile, Activos y Pasivos (variaciones anuales de saldos).