

Capítulo IV

ESTABILIDAD MACROECONÓMICA REAL Y LA CUENTA DE CAPITALES EN CHILE Y COLOMBIA

*Ricardo Ffrench-Davis y Leonardo Villar**

INTRODUCCIÓN

El manejo de los equilibrios macroeconómicos reales ha sido una variable dominante en la evolución del crecimiento económico y de la inversión productiva en las economías emergentes (EES). El entorno macroeconómico real que enfrentan los productores, incluidos los precios macroeconómicos clave y la consistencia entre la demanda agregada y el PIB potencial, han surgido como variables esenciales para entender los pobres resultados económicos de América Latina tras las reformas. Junto con la responsabilidad fiscal y la regulación prudencial del sector financiero, estas variables conforman los *equilibrios macroeconómicos reales*. En el contexto actual, de globalización de la volatilidad financiera, los flujos de capitales han jugado un papel crucial en la sostenibilidad de estos equilibrios y en sus efectos sobre el crecimiento de las economías emergentes (Ffrench-Davis, 2005; Ocampo, 2005). Aquí, examinamos las políticas macroeconómicas implementadas por Chile y Colombia desde 1990, analizando sus logros y fallas, en función de los resultados en términos de crecimiento y sostenibilidad macroeconómica.

En 1995, cuando la crisis del tequila se extendía a muchas economías latinoamericanas, Chile y Colombia resultaron inmunes al contagio y exhibieron altas tasas de crecimiento ese año, sin evidenciar señales de tensión financiera. Varios elementos explican este desempeño positivo. Por ejemplo, Chile se benefició de altos precios del cobre y en Colombia el descubrimiento de un importante campo petrolero atrajo cuantiosos recursos externos. Sin embargo, según muchos analistas, este buen desempeño debe atribuirse —en gran medida— al hecho de que ambos países habían implementado medidas prudenciales a fin de evitar ‘una exposición excesiva’ a los flujos de capital de corto plazo. En particular, las autoridades de ambas economías aplicaron un encaje sobre el endeudamiento externo de corto plazo, recurrieron a otros instrumentos encaminados a disminuir la vulnerabilidad interna ante los flujos de capi-

* Los autores agradecen los valiosos comentarios y sugerencias de Guillermo Le Fort, Carlos Quenan, Heriberto Tapia y otros participantes en dos seminarios realizados en la sede de la Cepal (Santiago de Chile) y en un encuentro técnico del G-24 en Ginebra. Las opiniones vertidas en este trabajo son de exclusiva responsabilidad de los autores y no comprometen a las instituciones en las que ellos trabajan.

tal, y trabajaron para evitar que la masiva afluencia de tales recursos provocara una apreciación real excesiva, desestabilizadora, de las respectivas monedas locales.

El paralelo entre Chile y Colombia volvió a quedar de manifiesto tras las crisis asiática y rusa de 1997 y 1998. En ese período, sin embargo, los resultados no fueron tan halagadores. Los bancos centrales de ambos países habían intervenido durante muchos años en los mercados cambiarios por medio de bandas reptantes o móviles. En 1998 esas bandas se convirtieron en camisas de fuerza, de las que resultaba muy difícil librarse sin incurrir en una pérdida de credibilidad y sin exponer los mercados cambiarios a una dinámica desestabilizadora. Pese a que en ambos países la deuda de corto plazo representaba sólo una pequeña fracción del total de pasivos con el exterior, la vulnerabilidad a la crisis financiera internacional fue alta en esos años. Tanto en Chile como en Colombia, las tasas de interés reales subieron en forma abrupta en 1998 y el crecimiento del PIB fue negativo en 1999.

Las similitudes entre Chile y Colombia, sin embargo, no van mucho más allá. En Chile, durante la mayor parte de los años noventa, las tasas de crecimiento del PIB fueron muy elevadas, el sector público presentó cuentas superavitarias y el ahorro se elevó significativamente. En Colombia, en tanto, las tasas de crecimiento del producto se situaron bajo sus niveles históricos, el déficit fiscal acusó un rápido ascenso y el ahorro cayó a niveles extremadamente bajos para los estándares de ese país.

Podríamos afirmar, entonces, que si bien los resultados macroeconómicos de Chile y Colombia fueron muy disímiles, las respuestas de los dos países a las crisis financieras internacionales de 1995 y 1998-99 presentan varios elementos comunes, lo cual probablemente obedece a que ambos utilizaron instrumentos similares para regular el ingreso de capitales y los mercados de divisas. Ello torna particularmente atractivo el análisis comparativo de estas economías.

La sección 1 contiene un recuento de los contextos macroeconómicos de Chile y Colombia durante los años noventa. La sección 2 aborda la evolución de sus regímenes cambiarios. La sección 3 examina la racionalidad de las regulaciones de la cuenta de capitales y analiza los instrumentos de política que se adoptaron en cada país para regular los flujos de capitales. La sección 4 presenta algunas conclusiones.

1. LOS ENTORNOS MACROECONÓMICOS DE CHILE Y COLOMBIA EN LOS AÑOS NOVENTA¹

a) Inflación y la actividad económica

Chile y Colombia tenían, antes de la década de los noventa, una larga tradición de tasas inflacionarias relativamente altas, las que habían creado fuertes inercias en los

1. El cuadro del Anexo muestra los tamaños comparativos de ambos países: Colombia tiene una población 2,9 veces y un PIB a precios corrientes 1,3 veces los de Chile, respectivamente, pero un PIB per cápita equivalente a sólo dos tercios del de Chile y a un sexto del de Estados Unidos (a precios de paridad PPP del Banco Mundial).

procesos de formación de precios. Las tasas de inflación fueron, en promedio, bastante similares: entre 1985 y 1989, promediaron 20,4% en el caso de Chile y 24,1% en el caso de Colombia (*ver* cuadro 4.1). Durante los noventa, los bancos centrales de ambos países –que gozaban de un importante grado de autonomía– adoptaron políticas institucionales bastante similares, y procuraron avanzar hacia una mayor estabilidad de precios de manera gradual, evitando tratamientos de choque (Restrepo, 1999; Zahler, 1998). La masiva afluencia de capitales prevaeciente durante buena parte de la década de los noventa generó presiones a favor de la apreciación de las monedas locales y ayudó a los bancos centrales a reducir la inflación. Sin embargo, ninguno de estos países recurrió a anclas cambiarias estrictas para contener las alzas de precios. Por el contrario, ambos bajaron la inflación a la vez que liberalizaban sus regímenes cambiarios, pasando de los antiguos sistemas de minidevaluaciones a las bandas reptantes, y luego a regímenes de flotación. A comienzos de la década de los noventa, la inflación descendió sostenidamente en ambos países, aunque más rápidamente en Chile, país que alcanzó inflaciones de un dígito en 1994, mientras Colombia lo hizo en 1999.

Cuadro 4.1
CHILE Y COLOMBIA: INFLACIÓN Y CRECIMIENTO DEL PIB, 1974-2003
(% de variación anual)

	Chile		Colombia	
	Tasa de inflación (IPC) %	Crecimiento PIB %	Tasa de inflación (IPC) %	Crecimiento PIB %
1974-81	98,9	3,3	24,6	4,6
1982-89	20,7	2,6	22,5	3,4
1990	27,3	3,7	32,4	4,3
1991	18,7	8,0	26,8	2,0
1992	12,7	12,3	25,1	4,0
1993	12,2	7,0	22,6	5,4
1994	8,9	5,7	22,6	5,1
1995	8,2	10,6	19,5	5,2
1996	6,6	7,4	21,6	2,1
1997	6,0	6,6	17,7	3,4
1998	4,7	3,2	16,7	0,6
1999	2,3	-0,8	9,2	-4,2
2000	4,5	4,5	8,8	2,9
2001	2,6	3,4	7,7	1,4
2002 p	2,8	2,2	7,0	1,6
2003 p	1,1	3,3	6,5	3,7
Promedio 1990-2003	8,5	5,5	17,2	2,7

Fuente: Chile: Banco Central de Chile. Colombia: DANE.
p/ Preliminar.

A pesar de las similitudes en la política monetaria, hubo grandes diferencias en el comportamiento de la actividad económica en Chile y Colombia durante los años noventa, reflejo de lo contrastante de sus contextos macroeconómicos. La economía chilena había sufrido una profunda crisis en 1982-83, la cual provocó graves trastornos en el sector financiero y una caída de 13% en el nivel del PIB, que generó una enorme brecha entre el PIB observado o efectivo y el potencial, desalentando así la formación de capital y el crecimiento del PIB potencial. El producto comenzó a recuperarse en 1986, lo cual permitió que la mencionada brecha se redujera gradualmente hasta desaparecer en 1989. Entre 1990 y 1997, tanto el PIB efectivo como el potencial se expandieron vigorosamente, a un ritmo promedio anual de 7,6%. El dinamismo de la economía se debilitó en 1998, y al año siguiente se registró una caída de 1% del PIB. A partir de 2000 se reanudó el crecimiento, aunque a un ritmo considerablemente inferior al observado antes de 1998, registrándose un crecimiento promedio anual de 3,3% en el cuatrienio 2000-2003². Pese a la leve recesión de 1999 y al menor dinamismo registrado en 2000-2002, la tasa media de crecimiento entre 1990 y 2003 fue 5,5% (cuadro 4.1). Esa cifra duplicó el 2,9% registrado durante los dieciséis años del régimen de Pinochet, entre 1974 y 1989 (Ffrench-Davis, 2003c, cap. 1).

En Colombia también se registró un auge a mediados de los noventa, aunque mucho más suave y breve que el de Chile. El crecimiento del PIB alcanzó un promedio anual de 5,3% entre 1993 y 1995, y durante el resto de la década fue considerablemente inferior a los estándares históricos del país. El crecimiento anual del PIB entre 1990 y 2003 alcanzó un promedio de sólo 2,7%, un desempeño pobrísimo para los estándares históricos de Colombia. Incluso durante el período de la crisis de la deuda externa de América Latina, entre 1982 y 1989, este país registró un ritmo de crecimiento promedio más alto. De hecho, Colombia exhibió durante los años ochenta el mayor crecimiento del PIB en América Latina. En 1999 el PIB cayó 4,2% —caída mucho más intensa que la registrada en Chile—, y la recuperación posterior ha sido más lenta que la chilena. Por consiguiente, y habida cuenta del incremento poblacional, el PIB *per cápita* en 2003 fue equivalente al de 1994 y 5% inferior al de 1997, reflejando una significativa subutilización de la capacidad productiva.

b) Equilibrios fiscales

El notable desempeño de la actividad económica en Chile durante la mayor parte de la década de los noventa tuvo lugar en un contexto de superávit fiscal. Las cifras del cuadro 4.2 muestran que hasta 1997 el gasto del gobierno central como porcentaje del PIB fue relativamente constante y cercano al 20%. En promedio, se registró un

2. Se calcula que el PIB potencial creció 7% hasta que se manifestó el contagio derivado de la crisis asiática, lo cual provocó un ajuste a la baja a 4% (Ffrench-Davis, 2003c, cap.1).

Cuadro 4.2
CHILE Y COLOMBIA: GASTO Y DÉFICIT DEL GOBIERNO, 1990-2003
 (Porcentajes del PIB en precios corrientes)¹

	Gasto del Gobierno Central		Superávit (+) o Déficit (-) del Gobierno Central ²		Superávit (+) o Déficit (-) del sector público no financiero ²	
	Chile %	Colombia %	Chile %	Colombia %	Chile %	Colombia %
1990	20,2	9,8	0,8	-0,9	1,2	-0,6
1991	20,6	10,9	1,5	-0,4	1,5	0,0
1992	20,3	12,6	2,1	-1,8	2,5	-0,2
1993	20,5	12,3	1,8	-0,7	2,1	0,3
1994	19,9	12,8	1,6	-1,4	1,9	0,1
1995	18,6	13,6	2,4	-2,2	2,4	-0,3
1996	19,6	15,7	2,1	-3,6	1,6	-1,7
1997	19,9	16,3	1,8	-3,8	0,8	-3,3
1998	21,3	17,0	0,4	-4,9	-0,6	-3,7
1999	22,6	19,2	-1,4	-5,9	-1,5	-4,1
2000	22,4	19,2	0,1	-5,9	-0,6	-4,2
2001	22,9	21,3	-0,3	-5,9	-0,6	-4,4
2002 p	22,9	21,4	-0,6	-5,6	0,6	-3,6
2003 p	22,4	21,1	-0,8	-5,0	-2,2	-3,0

Fuente: Chile: Dirección de Presupuesto (Dipres) y Banco Central de Chile. Colombia: DNP-Confis (*cash basis*) y DANE.

1/ Las cifras del PIB a pesos corrientes han sido ajustadas para hacer compatibles los datos antiguos con la metodología adoptada en 1996 y 1994, respectivamente.

2/ No incluye privatizaciones.

p/ Preliminar.

superávit fiscal equivalente a 2% de PIB. Desde 1998, el gasto del gobierno subió tres puntos porcentuales del PIB, reflejando el incremento del gasto social y el carácter contracíclico de la política fiscal. Aun así, los déficits tanto del gobierno central como consolidado del sector público no financiero (SPNF) fueron muy moderados, pese a la pérdida de ingresos tributarios derivada de la mayor brecha entre el PIB efectivo y el potencial y de un muy deprimido precio del cobre, principal producto chileno de exportación³.

En contraste con Chile, el magro desempeño de la actividad económica en Colombia en el transcurso de los noventa coincidió con una expansión sin precedentes del gasto gubernamental y del déficit fiscal. La primera de estas variables, que antes de 1990 y por más de tres décadas había representado cerca de 10% del PIB, aumentó a 21% en 2001-2003 (similar al nivel que anotaba Chile). Varios analistas han atri-

3. Desde el año 2000 el gobierno ha estado operando una política fiscal de balance estructural. Este balance se elabora con un precio 'normal' del cobre y la recaudación tributaria que se obtendría si el PIB efectivo fuese igual al 'potencial'.

buido este incremento del gasto gubernamental a la reforma constitucional de 1991, que aceleró la descentralización fiscal e incorporó a la Carta Fundamental nuevos derechos ciudadanos, que debían ser garantizados con recursos públicos. Adicionalmente, la transición desde un sistema pensional de reparto a otro basado en cuentas de capitalización individual generó, al igual que en Chile en la década precedente, un enorme engrosamiento del gasto público, si bien contribuyó a morigerar la deuda actuarial. Dado que la ampliación del gasto no fue compensada por un incremento equivalente en los ingresos públicos, el déficit del gobierno central subió desde una cifra inferior a un punto porcentual del PIB, a principios de los noventa, a casi 6% del PIB entre 1999 y 2002. A su vez, el SPNF, que hasta 1994 había generado excedentes, mostró desde 1999 un déficit cercano a 4% del PIB.

c) Ahorro e inversión

El dispar desempeño de la actividad económica y las cuentas fiscales en Chile y Colombia redundó en una conducta muy disímil del ahorro y la inversión. Con una economía que exhibía de manera persistente una plena utilización de su capacidad instalada, elevadas tasas de crecimiento y un considerable superávit fiscal, las tasas de ahorro e inversión en el caso chileno se ubicaron en la década de los noventa muy por encima de sus promedios históricos. El cuadro 4.3 muestra la evolución de la formación de capital fijo en Chile. Ésta registró un nivel sin precedentes de 28,5% en 1991-98 (a precios de 1986), cifra que contrasta con el 19,9% del último quinquenio del régimen de Pinochet (1985-89) y con el promedio, aún más bajo, de los años precedentes. Tras la crisis de 1999, la inversión experimentó un sustancial retroceso, aunque se mantuvo, entre 1999 y 2003, muy por encima del nivel registrado en los ochenta.

La inversión fija en Colombia registró intensas fluctuaciones. El sustancial incremento observado hasta la mitad de los noventa fue seguido de un acelerado deterioro. Sin embargo, incluso durante el período de auge, entre 1993 y 1995, los coeficientes de formación de capital fijo resultaron considerablemente más bajos que en Chile. Adicionalmente, la formación de capital en Colombia cayó en forma dramática tras la crisis de 1999 y, a partir de ese año, se mantuvo por debajo del 15% del PIB. Niveles tan menguados de inversión hacen mucho más difícil que Colombia recupere niveles altos y sustentables de crecimiento económico en el futuro próximo.

El coeficiente de ahorro en Colombia cayó unos cuatro puntos porcentuales entre fines de los ochenta y mediados de los noventa y casi ocho puntos adicionales durante la segunda mitad de la década. En el caso chileno, por el contrario, el nivel de ahorro en los noventa fue sistemáticamente superior al registrado en los ochenta.

Cuadro 4.3
CHILE Y COLOMBIA: FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO Y AHORRO
NACIONAL BRUTO, 1985-2003
 (Porcentaje del PIB)

A. Chile	Formación bruta de capital fijo (porcentaje del PIB a precios constantes)		Ahorro nacional bruto (porcentajes del PIB a precios constantes)	
	Precios constantes de 1986 (%)	Precios constantes de 1996 (%)	Metodología de 1986 (%)	Metodología de 1996 (%)
1985-1989	19,9		16,5	
1990	24,2		23,2	
1991	22,4		22,3	
1992	24,7		21,5	
1993	27,2		20,9	
1994	27,4		21,1	
1995	30,6		23,8	
1996	31,0	26,4	21,2	23,1
1997	32,2	27,4	21,6	23,1
1998	32,2	27,0	21,2	21,8
1999	26,9	22,2	21,8	21,0
2000	26,6	23,2	21,9	20,6
2001		23,2		20,5
2002 p		23,0		20,5
2003 p		23,4		21,0

B. Colombia	Precios constantes de 1975 (%)	Precios constantes de 1994 (%)	Metodología de 1975 (%)	Metodología de 1994 (%)
1985-1989	15,8		21,5	
1990	14,0		21,4	
1991	12,9		22,7	
1992	13,9	17,9	19,0	
1993	18,0	21,8	19,5	
1994	20,7	23,3	18,6	23,0
1995	20,2	22,3	16,9	23,0
1996	18,5	21,6	12,8	18,3
1997		20,4		16,2
1998		19,0		15,3
1999		13,0		13,4
2000		12,4		14,8
2001		13,9		14,5
2002 p		14,4		14,7 ^{1/}
2003 p		15,7		15,1 ^{1/}

Fuente: Chile: Banco Central de Chile. Colombia: DANE-DNP.

p/ Preliminar.

1/ Estimaciones provisionales del Departamento de Planeación Nacional.

d) Sector financiero

Otra marcada disparidad entre Chile y Colombia durante la década pasada se relaciona con el desempeño del sector financiero. En el caso de Colombia, el debilitamiento del ahorro interno y el alza de la inversión durante la primera mitad de la década fueron acompañados de un impresionante auge financiero, alimentado en gran medida por la afluencia de capitales externos (Barajas y Steiner, 2002). El crédito no reembolsado del sector financiero subió desde alrededor de 24% del PIB a comienzos de la década, a 40% en 1997, y durante la crisis subsiguiente se desplomó, retornando al 25%, en tanto que la calidad del portafolio del sistema financiero se deterioraba sustancialmente (cuadro 4.4).

Cuadro 4.4
CHILE Y COLOMBIA: SECTOR FINANCIERO, 1990-2003

	Colocaciones/PIB		Cartera vencida Colocaciones	
	Chile (%)	Colombia ^{1/} (%)	Chile (%)	Colombia ^{1/} (%)
1990	52,4	24,8	2,1	4,0
1991	48,7	22,7	1,8	4,2
1992	51,5	24,4	1,2	3,1
1993	55,7	28,4	1,2	2,1
1994	52,8	31,9	1,0	2,4
1995	55,4	35,5	0,9	3,7
1996	59,5	37,3	1,0	5,1
1997	64,3	39,6	1,0	5,2
1998	66,8	37,8	1,4	8,7
1999	69,2	33,9	1,7	11,5
2000	69,2	27,1	1,7	9,4
2001	69,7	25,5	1,6	8,6
2002	68,2	24,8	1,8	8,0
2003	67,2	25,0	1,6	5,7

Fuente: Chile: Banco Central de Chile, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Colombia: Banco de la República.

1/ Las colocaciones no incluyen las transacciones de *leasing*.

El grado de profundidad financiera fue desde principios de los años noventa mucho mayor en Chile que en Colombia, situación que se mantuvo con posterioridad a la crisis (Held y Jiménez, 2001). Por otro lado, en Chile, a diferencia de la mayoría de los países de América Latina, el índice crédito/PIB se comportó de manera contracíclica⁴, lo cual ayuda a explicar el hecho de que el deterioro de la calidad de la

4. En un estudio comparativo para las ocho principales economías de América Latina, Barajas y Steiner (2002) muestran que el caso chileno fue excepcional a este respecto.

cartera de préstamos durante la crisis haya sido muy moderado; mientras la cartera vencida como porcentaje del total de créditos llegó a 11% en Colombia en 1999, en Chile no excedió de 1,8%⁵. Un determinante importante de la fortaleza del sistema financiero chileno es, sin duda, la rigurosa supervisión prudencial, diseñada tras el colapso del sector bancario en 1983-86 a consecuencia de la crisis de la deuda externa.

En síntesis, el ciclo en los flujos de capital foráneo fue potenciado en Colombia por el comportamiento del crédito interno, a diferencia de lo que aconteció en Chile. Junto con una supervisión más estricta del sector financiero, en este último país hubo otros dos factores que parecen explicar estos resultados tan diferentes. Primero, en Colombia el auge de afluencia de capital coincidió con una reforma del sector financiero, en virtud de la cual el Banco Central dispuso, entre 1991 y 1998, una sustancial rebaja de los encajes sobre los depósitos domésticos. Así, según lo destacan Carrasquilla y Zárate (2002), la regulación financiera interna en Colombia exhibió un perfil altamente procíclico. Segundo, en el caso chileno, el mayor grado de profundidad financiera parece haber servido de colchón contra *shocks* de capital externo. Tal hipótesis respaldaría la idea de que las regulaciones sobre la cuenta de capitales cobran mayor importancia cuando el sistema financiero interno es menos desarrollado.

e) Ahorro externo y cuenta corriente

Chile, probablemente como consecuencia de regulaciones muy activas sobre los flujos de capital, mantuvo el déficit de la cuenta corriente bajo control durante la primera mitad de la década. El déficit de la cuenta corriente fue menor al 3% del PIB, con un promedio de 2,3% entre 1990 y 1995 (cuadro 4.5). La excepción fue 1993, cuando una abrupta caída de los precios del cobre lo elevó a un 5,4% del PIB. Sólo después de la crisis mexicana, el déficit alcanzó niveles menos sostenibles, cercanos al 5% del PIB entre 1996 y 1998, lo cual, como veremos, coincide con el período en el que la regulación de la cuenta de capitales se debilitó.

En Colombia, por el contrario, el deterioro de la cuenta corriente fue particularmente intenso durante la primera mitad de la década. Entre 1991 y 1994 –al tiempo que tenía lugar un proceso de apertura comercial y de liberalización de los flujos de capital– el superávit de la cuenta corriente, que había representado cerca de 4,9% del PIB, se transformó en un déficit de 4,5% del PIB, nivel en torno al cual se mantuvo hasta 1998.

La contracción de la liquidez internacional, después de las crisis asiática y rusa, obligó a Chile y Colombia a ajustar drásticamente sus déficit externos. En 1999,

5. La definición de cartera vencida es heterogénea. En Chile se refiere a las cuotas de préstamos que presentan una mora superior a 90 días. En Colombia, la definición experimentó diversas modificaciones en el curso de los años noventa.

tales ajustes representaron un 5% y 5,7% del PIB, respectivamente. En la siguiente sección mostraremos que, en ambos países, la evolución del saldo de la cuenta corriente durante los años noventa estuvo asociada al desempeño del tipo de cambio real.

2. LOS REGÍMENES CAMBIARIOS

Durante la mayor parte de los años noventa, Chile y Colombia adoptaron regímenes cambiarios basados en la existencia de bandas reptantes, las cuales fueron desmanteladas y remplazadas por sistemas de tipo de cambio flotante en 1999. Esta sección analiza las experiencias de ambos países, destacando elementos comunes a ambas.

a) Régimen cambiario chileno

El sistema de bandas cambiarias fue introducido en Chile después de la crisis de 1982-83, mucho antes que Colombia. Se trataba de una banda cambiaria estrecha, con un piso y un techo que se devaluaban diariamente, de acuerdo con una estimación del diferencial entre la inflación interna y la externa. En diversas coyunturas, sin embargo, se adicionaron devaluaciones nominales discretas, que sirvieron para materializar la espectacular depreciación, de 130% en términos reales, observada entre 1982 y 1988. En 1989, la banda fue ampliada a $\pm 5\%$, lo que permitió dar cabida a una depreciación ordenada y no traumática del peso, necesaria para compensar el aumento en las importaciones asociado a un abrupto incremento de la actividad económica en 1988-89.

La evolución del régimen cambiario a partir de 1990 reflejó el propósito del Banco Central de regular el auge de los flujos de capital. En junio de 1991, según veremos en la siguiente sección, se impuso un encaje no remunerado sobre los préstamos externos, y un impuesto sobre los créditos internos de hasta un año, plazo que se hizo extensivo a las operaciones externas. En enero de 1992 se amplió la banda cambiaria a $\pm 10\%$, lo cual, a diferencia de lo que había sucedido tres años antes, tuvo por objeto dar cabida a una apreciación adicional del peso.

En junio de 1992 el dólar fue remplazado por una canasta de monedas como el referente estándar para la evolución de la banda cambiaria, lo cual redundó en una mayor estabilidad del tipo de cambio real desde el punto de vista de los productores de los sectores transables, e introdujo mayor incertidumbre en la relación peso-dólar, desincentivando así el arbitraje de tasas de interés y los movimientos de capital de corto plazo (Ffrench-Davis y Tapia, 2001, p. 87). Cabe recordar que por aquel entonces la afluencia de capital era muy abundante y la economía chilena vivía un período de auge. En la sección siguiente veremos que para desalentar el arbitraje de tasas de interés se estableció también un encaje sobre los flujos de capital, lo que dejó espacio

para una activa política monetaria contracíclica. La afluencia de capital se mantuvo, y el tipo de cambio real registró una apreciación adicional moderada, de 1% anual entre 1989 y 1995⁶. Naturalmente, aquella apreciación contribuyó a reducir la inflación. Sin embargo, se trató de un movimiento ‘equilibrador’ y, por ende, eficiente. Coherentemente, según se ha señalado, el déficit de la cuenta corriente entre 1990 y 1995 promedió apenas un 2,3% del PIB⁷.

Con posterioridad a la crisis del tequila, el comportamiento de la economía chilena fue tan sólido que las expectativas de apreciación y la afluencia de capitales se vieron considerablemente reforzadas. El Banco Central siguió acumulando cuantiosos volúmenes de reservas internacionales, mientras el tipo de cambio se ubicaba en el piso de la banda, hasta fines de 1997. En la práctica, durante ese período aquel piso operó como una suerte de tipo de cambio reptante, en el que la tasa de mercado era determinada por las compras que hacía el Banco Central. Por consiguiente, el peso chileno se apreció 20% en términos reales entre marzo de 1995 y octubre de 1997, mucho más rápido que antes de la crisis del tequila (*ver* gráfico 4.1).

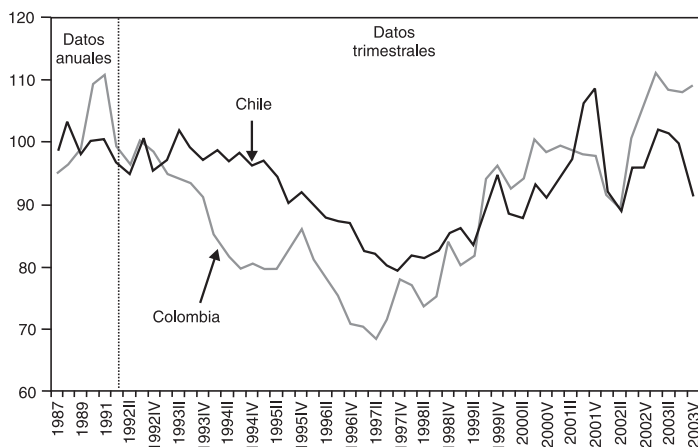
Entre 1995 y 1997, diversos parámetros de la banda fueron ajustados a fin de permitir una apreciación adicional del peso y morigerar presiones monetarias derivadas de la acumulación de reservas internacionales. Desde noviembre de 1995, el ritmo de depreciación nominal de la banda fue diseñado para permitir una apreciación real de 2% al año, suponiendo que el crecimiento de la productividad de la economía chilena aventajaría al de sus socios comerciales. Adicionalmente, la inflación externa utilizada para el cálculo el tipo de cambio referencial fue sobrestimada, lo que dio origen a una considerable revaluación adicional. Por otro lado, a comienzos de 1997, la banda fue ampliada desde $\pm 10\%$ a $\pm 12,5\%$.

La ampliación de la banda cambiaria chilena en 1997 representó un mecanismo para viabilizar una apreciación adicional del peso y atenuar la inflación (*ver* Ffrench-Davis y Tapia, 2001). A fines de 1997, cuando las expectativas cambiarias se redirigieron hacia la devaluación, luego del estallido de la crisis asiática, el Banco Central comenzó a vender cuantiosos volúmenes de reservas en un intento por evitar la depreciación del tipo de cambio, incluso dentro de la mitad inferior de la banda, y prevenir de esa manera un rebrote inflacionario.

6. Cifras de Cepal que miden la inflación externa sobre la base de los precios al consumidor. Este procedimiento es consistente con el usado por el Banco de la República de Colombia. Las estimaciones del Banco Central de Chile, que utilizan precios mayoristas para el cálculo de la inflación externa, reflejan una apreciación promedio anual de 2,5%. Las dos metodologías utilizan precios al consumidor para medir la inflación interna.

7. La apreciación del tipo de cambio real fue ‘equilibradora’ –consistente con el incremento neto de la productividad en Chile– según lo sugiere el carácter sostenible del déficit externo. El mantenimiento de un déficit de cuenta corriente moderado figuró de manera explícita entre los objetivos de la política cambiaria del Banco Central en ese período (Zahler, 1998).

Gráfico 4.1
CHILE Y COLOMBIA. ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL, 1987-2003
 Promedio 1987-90 = 100



Fuente: Basado en datos de Cepal.

Promedio del tipo de cambio real con los principales socios comerciales, computado con IPC. Un tipo de cambio real más alto indica una moneda local más depreciada.

El sesgo antiinflacionario de las intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario se tornó aún más evidente a mediados de 1998, cuando, en un momento de máxima incertidumbre, la banda sufrió un severo estrechamiento; mediante esta acción, las autoridades señalaban que no cederían a las presiones devaluatorias que se registraban en el mercado. Esta medida significó que el proceso de ajuste macroeconómico requerido para encarar el drástico deterioro de los términos del intercambio y la reducción de los flujos de capital debería ser conducido por el alza de tasas de interés y la contracción monetaria⁸. Por tanto, la estrategia que adoptaron las autoridades del Banco Central fue más consistente con un régimen cambiario fijo que con un sistema de banda cambiaria. Naturalmente, la credibilidad en la nueva banda se erosionó con rapidez. Ésta fue nuevamente ensanchada a fines de 1998 y

8. Las autoridades del Banco Central declararon que un ajuste del tipo de cambio habría ocasionado presiones tanto sobre los precios como sobre los costos, asociadas a descalces cambiarios en grandes empresas que producen para el mercado interno. Ffrench-Davis y Tapia (2001) destacan que ambos efectos fueron sobreestimados y que ello implicó un sobre-ajuste en el sector productivo. Corbo y Tessada (2002), estimaron un modelo VAR para Chile, y concluyeron que: (i) la defensa del tipo de cambio en enero de 1998 estuvo bien fundada a la luz de los costos inflacionarios potenciales, y que (ii) la devaluación de mediados de 1998 no habría entrañado mayor riesgo inflacionario.

suspendida en septiembre de 1999, a fin permitir que el tipo de cambio se ajustara libremente, en un contexto de fuerte contracción del gasto interno.

Considerando la significativa apreciación registrada en 1996-97, era evidente que el centro de la banda se había convertido en un precio ‘desalineado’, que no daba cabida dentro de la banda al ajuste requerido en el tipo de cambio (Ffrench-Davis y Larraín, 2003). De hecho, el grueso de la depreciación del tipo de cambio real en años recientes tuvo lugar después del desmantelamiento de la banda cambiaria en 1999. Entre agosto de ese año y julio de 2003 el tipo de cambio real se depreció 30%.

b) Régimen cambiario colombiano

Al igual que en Chile, el peso colombiano experimentó una intensa devaluación real durante los ochenta, la que se hizo necesaria ante la insuficiencia de ahorro externo. La devaluación fue manejada dentro del régimen cambiario reptante introducido en 1967 y vigente hasta 1991. En contraste con Chile, el régimen colombiano evitó, durante ese período, cualquier salto discreto del tipo de cambio. Incluso la devaluación nominal de 1985 –que bordeó el 50%–, fue implementada vía pequeños y continuos movimientos diarios.

En 1989, Colombia decidió devaluar aún más su tipo de cambio real, a fin de contrarrestar la caída que experimentó el precio del café –tras el colapso del Acuerdo Internacional respectivo– y evitar que la intensa apertura comercial provocara efectos desfavorables sobre la producción interna de bienes transables (Ocampo y Villar, 1992). Sin embargo, esta estrategia demostró muy pronto ser inconsistente con la política monetaria restrictiva que el Banco Central procuraba aplicar para hacer frente a las presiones inflacionarias. Al igual que en Chile, la voluminosa afluencia de capital y las presiones a favor de la apreciación del peso prevalecieron durante la mayor parte de la década de los noventa, hasta mediados de 1997, y los ajustes del régimen cambiario fueron introducidos, en su mayoría, para encarar tales presiones.

En junio de 1991, el régimen cambiario reptante fue objeto de modificaciones sustanciales. El Banco de la República cambiaría dólares por los llamados ‘Certificados de Cambio’, que eran bonos denominados en dólares y redimibles, transcurrido determinado plazo, al ‘tipo de cambio oficial’. El tipo de cambio sería en la práctica determinado por el mercado secundario de tales bonos. Bajo el nuevo régimen, vigente hasta enero de 1994, se observó una apreciación nominal, lo cual implicó un giro en la estrategia de política cambiaria que había estado vigente por casi un cuarto de siglo. Durante este período se produjo un acentuado relajamiento de la política monetaria, dirigido a reducir las tasas internas de interés y desalentar los flujos de capital foráneo, atraídos por el arbitraje de las tasas de interés. Sin embargo, entre 1991 y 1994 la depreciación real que el peso había experimentado en 1989 y 1990 se revirtió completamente.

En enero de 1994, el Banco de la República decidió discontinuar el mecanismo de los “Certificados de cambio” e introducir un sistema de banda cambiaria (Urrutia, 1995), cuya amplitud fue establecida en un rango de $\pm 7\%$, y cuyo centro fue reajustado diariamente a un ritmo predeterminado. En diciembre de 1994, la banda fue modificada a la baja a raíz del incremento de los flujos de capital de largo plazo y de las expectativas de ingresos adicionales de divisas asociadas al desarrollo de campos petrolíferos descubiertos poco tiempo antes.

La banda cambiaria instaurada en diciembre de 1994 se mantuvo sin mayores variaciones hasta septiembre de 1998. Durante más de tres años y medio, en consecuencia, ayudó a moderar la inestabilidad de mediano plazo del tipo de cambio. Por ejemplo, el techo de la banda ayudó a evitar una depreciación extrema durante la primera mitad de 1996, cuando se desataron presiones especulativas relacionadas con el proceso judicial contra el presidente de la República, Ernesto Samper, acusado de utilizar recursos captados en forma ilegal para su campaña electoral. De igual modo, algunos meses más tarde, el piso de la banda ayudó a evitar una extrema apreciación del peso cuando se tornó evidente que el Primer Mandatario se mantendría en el cargo y masivos flujos de capital llegaban al país, asociados a la privatización de importantes empresas públicas.

Tras el estallido de la crisis asiática, en los últimos meses de 1997 y la primera mitad de 1998, el papel de la banda cambiaria resultó mucho más controversial. El tipo de cambio se había devaluado y estaba tocando el techo de la misma, de modo que el Banco Central debió vender cuantiosas sumas de divisas y, al mismo tiempo, implementar una política monetaria altamente contractiva. Sin embargo, resulta pertinente destacar que, debido a la pendiente y a la amplitud de la banda, la depreciación del peso colombiano fue considerable. El tipo de cambio se había devaluado, a mediados de 1998, alrededor de 8% en términos reales, sin modificación alguna del mecanismo de la banda cambiaria. Además, los peligros de un reajuste excesivo para la tasa nominal, con efectos inflacionarios desmesurados, fueron particularmente intensos entonces, debido no sólo a los desequilibrios que caracterizaban a la economía colombiana –en particular en el ámbito fiscal– sino también a la incertidumbre política asociada a las elecciones presidenciales de mediados de 1998.

La modificación al alza de la banda cambiaria fue decretada en septiembre de 1998, cuando el nuevo gobierno había asumido y el programa macroeconómico había ganado cierta credibilidad. Después de un breve período de sobreajuste, la nueva banda operó fluidamente durante el último trimestre de 1998 y el primero de 1999. El Banco Central contuvo su pérdida de reservas y la tasa de interés interna presentó una tendencia a la baja relativamente acelerada.

En el segundo trimestre de 1999, la crisis financiera, una recesión peor que la esperada y el agravamiento de la situación de las cuentas fiscales debilitaron la credibilidad en el programa macroeconómico, emergiendo nuevas presiones hacia la de-

valuación. En junio, la banda fue nuevamente ampliada, desde $\pm 7\%$ a $\pm 10\%$. Simultáneamente, el gobierno y el Banco Central anunciaron que habían convenido en diseñar un programa respaldado por el FMI, orientado a recuperar la confianza de la comunidad financiera internacional. A fines de septiembre, inmediatamente después de alcanzado el acuerdo con el FMI, se dismanteló de la banda cambiaria. Las dos modificaciones que se le introdujeron en menos de un año asestaron un golpe decisivo a la credibilidad de este instrumento. También, a escala internacional, el éxito inicial de otros países latinoamericanos con sus nuevos esquemas de flotación (principalmente Brasil en febrero y Chile a comienzos de septiembre) había generado fuertes presiones en contra del sistema de bandas, tanto en el mercado como en las instituciones financieras multilaterales, lo cual facilitó la aparición de ataques especulativos. No obstante, la mayoría de los analistas estimó en ese momento que el tipo de cambio real estaba cerca de su nivel de equilibrio de largo plazo, percepción que sería luego confirmada. Desde que fue abolida la banda, el tipo de cambio fluctuó durante más de dos años en el rango definido por ésta, pese al acelerado deterioro de la tasa de interés interna.

En la práctica, la depreciación real del peso que tuvo lugar como consecuencia de la crisis fue instrumentada en el caso de Colombia dentro del sistema de bandas cambiarias⁹. Con posterioridad, entre septiembre de 1999 y mayo de 2002, el tipo de cambio real fluctuó en torno a los niveles que había registrado en aquella época. Después de mayo de 2002, el contagio de la crisis brasileña y la agudización de la incertidumbre respecto de la sustentabilidad de la deuda externa colombiana, motivaron una depreciación adicional del peso en términos reales, fenómeno reforzado hacia fines de año por los efectos de la crisis venezolana.

El régimen cambiario adoptado por Colombia desde el último trimestre de 1999 corresponde a un sistema de flotación en el sentido en que el Banco carece de metas específicas para el tipo de cambio (real o nominal). Ese régimen, sin embargo, contempla dos mecanismos transparentes y públicamente conocidos para que el instituto emisor intervenga en el mercado cambiario: (i) El Banco Central puede comprar o vender reservas internacionales a través de opciones *put* o *call* que se subastan por montos limitados de divisas a fines de cada mes. Este mecanismo ha sido utilizado principalmente para adquirir reservas internacionales y recuperar los indicadores de liquidez internacional que Colombia presentaba antes de la crisis de 1998/99. Desde febrero de 2003, habida cuenta del acelerado ritmo de devaluación, el Banco utilizó también opciones *call* para mitigar presiones sobre el tipo de cambio que pudieran poner en peligro la obtención de la meta inflacionaria. (ii) A fin de morigerar la extrema volatilidad cambiaria de corto plazo, el Banco efectúa automáticamente su-

9. Hacia el tercer trimestre de 1999, antes del dismantelamiento de la banda, el tipo de cambio real había retornado a los niveles de fines de los ochenta.

bastas adicionales de opciones de compra y venta de divisas, cada vez que el tipo de cambio se desvía de una manera ‘inusual’ de su promedio móvil de 20 días¹⁰. Esta situación se observó únicamente en el segundo semestre de 2002, cuando el contagio de la crisis brasileña redundó en una acelerada depreciación del peso.

c) Regímenes cambiarios en Chile y Colombia: similitudes y diferencias

La descripción anterior permite identificar rasgos comunes y diferencias en los regímenes cambiarios que Chile y Colombia utilizaron en los años noventa:

- i) Durante la mayor parte de esa década, las intervenciones del Banco Central involucraron, en ambos países, montos voluminosos de acumulación de reservas internacionales. En este sentido, las bandas cambiarias operaron como límites a la apreciación del tipo de cambio, y no como herramientas antiinflacionarias.
- ii) A medida que la acumulación de reservas internacionales imponía presiones monetarias –y costos cuasifiscales de corto plazo asociados a la esterilización de tales presiones–, se tornó más difícil para los bancos centrales resistir la presión del mercado a favor de una apreciación. El sometimiento a tales presiones contribuiría a mantener la inflación bajo control. Ello explica que las bandas cambiarias fuesen ampliadas y revisadas a la baja en diversas oportunidades, dando cabida a una sustancial apreciación del tipo de cambio real durante la mayor parte de la década en Colombia y en la segunda mitad de la misma en Chile.
- iii) El grado de flexibilidad del mercado de divisas al interior de las bandas probó ser mucho más bajo en Chile que en Colombia. En términos generales, el Banco Central de Chile fue más activo que su homólogo colombiano en intervenciones encaminadas a estabilizar el mercado cambiario. Esto se reflejó en que tanto la acumulación de reservas internacionales durante el período de auge como las pérdidas durante la crisis fueron mucho mayores en Chile que en Colombia (cuadro 4.5).
- iv) En ambas economías, las bandas parecieron ser más efectivas para controlar las presiones hacia la apreciación que aquellas hacia la devaluación de la moneda nacional. Como el sistema involucra un preanuncio –explícito o implícito– respecto de los límites entre los cuales puede fluctuar el tipo de cambio, el régimen pierde credibilidad cuando las bandas son modificadas o ampliadas. Si ello acontece en respuesta a un ataque especulativo contra el techo de la banda la credibilidad en dicho instrumento así como la confianza en el compromiso antiinflacionario del Banco Central se dañan. Es interesante que las bandas cambiarias en Chile y

10. Inicialmente se consideró ‘inusual’ una desviación de 5%, pero en diciembre de 2001 se rebajó a 4%.

Colombia fueron abolidas en forma casi simultánea, en septiembre de 1999, en coyunturas de fuertes presiones devaluatorias. Sin embargo, tal simultaneidad puede también reflejar las preferencias del FMI y las modas vigentes en la comunidad financiera internacional.

Cuadro 4.5
CHILE Y COLOMBIA: FLUJOS DE CAPITALES Y FINANCIAMIENTO
DE LA CUENTA CORRIENTE, 1990-2003
(Millones de dólares)

	a. Cuenta corriente		b. Acumulación de reservas internacionales	c. Inversión extranjera directa neta	d. Crédito externo neto al sector público ^{1/}	e. Otros flujos de capital privado = b-a-c-d
	US\$ millones	% del PIB				
A. Chile						
1990	-485	-1,5	2.121	654	-222,0	2.174
1991	-99	-0,3	1.049	697	-955,1	1.406
1992	-958	-2,2	2.344	538	42,2	2.723
1993	-2.553	-5,4	173	600	-357,0	2.483
1994	-1.585	-2,9	2.919	1.672	-313,8	3.146
1995	-1.345	-1,9	741	2.205	-2.085,5	1.967
1996	-3.083	-4,1	1.122	3.681	-1.540,3	2.064
1997	-3.660	-4,4	3.320	3.809	-125,7	3.297
1998	-3.918	-4,9	-2.197	3.144	430,0	-1.850
1999	99	0,1	-738	6.203	429,0	-7.469
2000	-897	-1,2	337	873	-85,3	446
2001	-1.100	-1,6	-596	2.590	481,1	-2.567
2002	-885	-1,3	199	1.594	886,2	-1.397
2003	-594	-0,8	-366	1.587	1.859	-3.218
B. Colombia						
1990	544	1,2	610	484	-45	-373
1991	2.347	4,9	1.763	437	-347	-675
1992	876	1,5	1.274	745	-56	-292
1993	-2.221	-3,4	464	865	-158	1.978
1994	-3.669	^a 4,5	199	1.298	-1.224	3.795
1995	-4.524	-4,9	2	712	1.388	2.425
1996	-4.642	-4,8	1.721	2.784	856	2.753
1997	-5.751	-5,4	277	4.753	1.146	129
1998	-4.858	-4,9	-1.390	2.032	1.469	-34
1999	671	0,8	-315	1.392	647	-3.025
2000	628	0,9	870	2.069	614	-2.441
2001	-1.250	-1,5	1.217	2.509	1.484	-1.525
2002 p	-1.580	-1,8	138	1.258	388	73
2003 p	-1.389	-1,8	-184	837	469	-101

Fuente: Banco Central de Chile, FMI, Banco de la República.

p/ Preliminar.

1/ Chile: Incluye las operaciones del Banco Central y excluye las del banco comercial estatal (Banco del Estado). Colombia: Corresponde a los préstamos netos al sector público más la inversión neta en bonos emitidos por el sector público.

- v) Los esquemas de flotación introducidos en ambos países tras el desmantelamiento de las bandas cambiarias no suponen la ausencia absoluta de intervención por parte del instituto emisor¹¹. En estos sistemas los bancos centrales no pueden definir niveles específicos para los tipos de cambio (nominales o reales), pero sí gozan de algún rango de maniobra para alterar el funcionamiento del mercado de divisas de corto plazo por medio de intervenciones que pueden ser discrecionales o ceñirse a normas públicamente conocidas. Mientras Chile ha ejercido discreción al intervenir en el mercado cambiario, Colombia se está sometiendo desde 1999 a reglas estrictas. En cualquier caso, las experiencias de Chile y Colombia muestran que la política cambiaria óptima no es aquella que confía la determinación del tipo de cambio a los vaivenes de corto plazo de los mercados¹².

3. REGULACIONES SOBRE LA CUENTA DE CAPITALES¹³

a) Justificación de las regulaciones para la cuenta de capitales

La justificación de las regulaciones sobre la cuenta de capitales deriva de la hipótesis de que una plena liberalización de ésta en una economía en desarrollo, en lugar de contribuir a evitar los desequilibrios macroeconómicos puede conducir a un sesgo cortoplacista de las políticas internas y a la trampa de equilibrios macroeconómicos no sostenibles (Ffrench-Davis y Ocampo, 2001).

Los regímenes cambiarios de Chile y Colombia descritos en la sección anterior suministran un claro ejemplo de las dificultades que los flujos externos de capital plantean a la política macroeconómica, al limitar severamente la capacidad de maniobra de las autoridades locales para administrar conjuntamente el tipo de cambio real, la tasa de interés real y la demanda agregada, incluso en el corto y mediano plazo. La afluencia masiva de capital tiende a reducir el tipo de cambio y la tasa de interés real y a fortalecer la demanda agregada, mientras que la salida de capitales tiende a elevar ambos macro precios y a debilitar la actividad económica. En la medida que existe evidencia de que los flujos de capital a las economías en desarrollo son altamente procíclicos, el tipo de cambio real, las tasas de interés real y la demanda agregada se hacen también fuertemente procíclicos.

-
11. Colombia acumuló US\$ 2.200 millones entre el momento en que adoptó el régimen de flotación y fines de 2002. Chile acumuló reservas en 2000 y 2002, que no correspondieron a intervenciones cambiarias, pero perdió US\$ 600 millones en 2001 y US\$400 en 2003 que sí obedecieron a intervenciones para moderar la depreciación (cuadro 4.6).
12. Ffrench-Davis (2003b, p. 12). Ver también Edwards (2002), quien sostiene que “es perfectamente posible que la política óptima (...) implique intervenciones del Banco Central de vez en cuando” (p. 17). Tales intervenciones pueden ser consistentes con un régimen monetario de meta de inflación, sin implicar un ‘miedo’ a la flotación”.
13. Versión revisada y actualizada de un documento presentado en una reunión del G-24 en Ginebra, en septiembre de 2003.

Las regulaciones sobre la cuenta de capitales utilizadas en Chile y Colombia, han tenido, por lo general, un triple propósito:

- i) Aumentar la capacidad contracíclica de las políticas monetaria y cambiaria. Cuando la afluencia de capital es masiva, la demanda interna es arrastrada a un período de auge y se genera un déficit en la cuenta corriente. En tales circunstancias, las regulaciones sobre la cuenta de capitales tienen por objeto desalentar la afluencia de capital a fin de disminuir las presiones a favor de menores tasas de interés real –lo que robustecería artificialmente el auge de la demanda agregada– y de una apreciación real –lo que ensancharía el déficit en la cuenta corriente.
- ii) Reducir la vulnerabilidad de la economía interna ante cambios súbitos en el entorno financiero internacional. Ello explica el acento que ponen tales regulaciones en rebajar la participación de los pasivos líquidos y de corto plazo en el total de flujos de capital, y en imponer límites sobre las posiciones netas en moneda extranjera no cubiertas de los agentes económicos.
- iii) Fortalecer la capacidad del país para utilizar el ahorro externo como complemento –más que sustituto– del ahorro interno. Con este propósito, tales regulaciones enfatizan la importancia de atraer capital de largo plazo –el que por lo general financia inversión productiva–, y de limitar las entradas de capital de corto plazo –el cual tiende a financiar consumo.

b) Encaje sobre las entradas de capital: una regulación de mercado

El mecanismo más conocido de regulación de la cuenta de capitales utilizado tanto en Chile como en Colombia durante los años noventa es el encaje sobre los flujos de capital. En algunos aspectos –nivel del encaje y otros detalles de su operación– las regulaciones sufrieron modificaciones durante la década y presentaron peculiaridades en cada país. No obstante, tuvieron en común tres importantes características: (i) estaban basadas en el mercado (no eran controles de carácter cuantitativo); (ii) afectaban el ingreso de capitales y no la salida de ellos; y (iii) fueron diseñadas para tener mayor impacto sobre los flujos de corto plazo que sobre aquellos de largo plazo.

Tal como cualquier otro mecanismo de mercado, dirigido a afectar los precios relativos, el encaje sobre la entrada de capitales no pretendió bloquear la afluencia de estos recursos, sino desalentarlos en el margen, *poniéndole arena en las ruedas*¹⁴. A

14. Como cualquier tipo de regulación o impuesto, el encaje involucra algún costo a nivel microeconómico. Forbes (2004) describe algunos de estos costos y argumenta que más que ‘arena en las ruedas’, los controles de capitales son ‘lodo en las ruedas de la disciplina del mercado’. Sin embargo, las regulaciones prudenciales (dentro de las que se enmarca el encaje) están dirigidas a reconciliar los intereses o libertades de todos los agentes, desestimulando las externalidades negativas y las inconsistencias temporales.

fin de encarecer el ingreso de capitales en un escenario de abundante oferta externa, dos elementos fueron cruciales como complemento al encaje: (i) políticas restrictivas sobre todo tipo de dolarización de depósitos en el sistema financiero interno; y (ii) regulaciones prudenciales estrictas sobre las posiciones netas en moneda extranjera autorizadas a los intermediarios financieros. Estos dos elementos en conjunto garantizaron que los intermediarios financieros del mercado interno pudieran suministrar préstamos denominados en divisas sólo cuando estuvieran cubiertos con crédito externo y sujetos al encaje. Al mismo tiempo, inhibieron al sistema financiero interno de convertirse en actor protagónico en la especulación en favor o contra del peso.

En Chile, la implantación de un encaje no remunerado en junio de 1991 apuntó explícitamente a suavizar las presiones de los flujos de capital a favor de una apreciación del peso y a proporcionar más aliento y autonomía a la política monetaria (Zahler, 1998, p. 69). En un principio, el encaje fue fijado en un 20% de los créditos externos, monto que debía mantenerse en forma de depósito en el Banco Central un mínimo de 90 días y un máximo de un año, de acuerdo con la madurez del préstamo. En mayo de 1992 la tasa de encaje fue elevada a 30%, y el requisito de permanencia alargado a un año, con independencia del vencimiento del préstamo, lo cual incrementó el sesgo en contra de los flujos de capital de corto plazo. En julio de 1995, el sistema se hizo extensivo a la adquisición de acciones de empresas chilenas (ADRS secundarios) por parte de extranjeros.

Aunque la regulación de los flujos de capital siguió presente en Chile después de 1996, la actitud de las autoridades económicas fue mucho menos proactiva. Pese al enorme auge que mostró la afluencia de capital en 1996 y 1997, y al hecho que la efectividad de cualquier regulación tiende a declinar con el tiempo, las autoridades no adecuaron el nivel o la cobertura del encaje a la mayor oferta de financiamiento¹⁵, lo cual debilitó los fundamentos de la economía: se incrementó el déficit de la cuenta corriente, el tipo de cambio se apreció mucho más rápido y el *stock* de pasivos externos líquidos aumentó (Ffrench-Davis, 2003c, cap. X). Cuando se hizo sentir el contagio de la crisis asiática, la debilidad de estos fundamentos contribuyó a la agudización de la crisis de 1998-99. En ese momento fue considerable la salida de capitales privados, incluidos los fondos de los inversionistas institucionales del sistema privado de pensiones (ver Zahler, 2005). La exigencia de encaje fue rebajada de 30% a 10% en junio de 1998 y luego eliminada en septiembre de ese año.

Inspirado en la experiencia chilena, Colombia estableció, en septiembre de 1993, un encaje no remunerado sobre la afluencia de capital, justo cuando terminaba de dismantelar los controles administrativos sobre el capital establecidos en 1991. El

15. Le Fort y Lehmann (2003) argumentan que para mitigar la elusión habría sido necesario eliminar las exenciones al crédito directo de proveedores y a algunas formas de inversiones extranjeras. Sin embargo, medidas de este tipo encontraron una fuerte oposición del sector privado y un consenso débil al interior del sector público.

nivel del encaje fue lo suficientemente elevado como para hacerlo en la práctica prohibitivo, y, a excepción del financiamiento para las operaciones de comercio, se aplicó a todo tipo de préstamo externo ‘de corto plazo’. Inicialmente esta expresión fue asimilada a un vencimiento inferior a 18 meses, plazo que en marzo y agosto de 1994 fue incrementado a tres y cinco años, respectivamente¹⁶. En 1996 –cuando el tipo de cambio se ubicó en el límite más depreciado de la banda cambiaria y el Banco Central estaba perdiendo reservas– dicho plazo fue reducido nuevamente a tres años.

Después del enorme incremento de reservas internacionales que se registró a fines de 1996, el gobierno colombiano decretó un Estado de Emergencia que, entre otras medida, estableció un impuesto Tobin explícito para todos los flujos de capital (incluido aquel orientado a financiar operaciones de comercio), manteniendo la exigencia de encaje regulada por el Banco Central. El decreto fue declarado inconstitucional en marzo de 1997 pero el instituto emisor incrementó rápidamente otra vez la exigencia de encaje.

En mayo de 1997 el Banco Central de Colombia introdujo diversas modificaciones al sistema de encaje, con el objeto de simplificarlo y asemejarlo más al chileno. Se exigió un depósito en moneda local sobre la totalidad de los préstamos externos, con independencia de la fecha de vencimiento. De esta manera se abandonó el plazo mínimo pero, al igual que en el caso chileno, el nuevo mecanismo implicaba un sobre costo más bajo mientras mayor el plazo de vencimiento del préstamo correspondiente. La tasa de encaje fue inicialmente de 30% y el depósito correspondiente debía mantenerse 18 meses. Ambas exigencias fueron rebajadas en enero y en septiembre de 1998, en respuesta al debilitamiento de los flujos externos de capital. Entre septiembre de 1998 y mayo de 2000, la exigencia de encaje fue sólo un 10% del préstamo externo y el requisito de permanencia de apenas seis meses. En junio de 2000, la exigencia de encaje fue eliminada. Las autoridades colombianas declararon, sin embargo –tal como lo habían hecho sus homólogas chilenas– que ello no significaba la muerte del mecanismo. Se trataba sólo de una reformulación de los parámetros, por lo que se lo podría utilizar nuevamente en caso necesario para confrontar nuevas afluencias de capital externo.

Las experiencias de ambos países con el uso del encaje presentan, no obstante las similitudes señaladas, algunas diferencias. En particular, Chile parece haber utilizado el encaje más proactivamente durante la primera mitad de la década de los noventa y menos en los años posteriores, mientras que Colombia hizo un uso más activo de éste en la segunda mitad de la década.

16. Ocampo y Tovar (2003) analizan la historia del encaje sobre los flujos de capital en Colombia.

c) **Flujos de capital financiero y la eficacia de las regulaciones sobre la cuenta de capitales privados**

El comportamiento de los flujos de capital privado (diferente al de la Inversión Extranjera Directa; no-IED) (cuadro 4.6, columna E) presenta, en los casos de Chile y Colombia, considerables elementos comunes. Tales flujos fueron altamente positivos durante varios años hasta 1997, y muy negativos para ambos países durante la crisis de 1998/99. En el caso chileno, promediaron US\$ 2.400 millones al año entre 1990 y 1996 y no experimentaron fluctuaciones extremas durante ese período –incluso en 1995, en pleno desarrollo de la crisis del tequila, ascendieron a US\$ 2 mil millones. En cambio, entre 1998 y 1999 el país registró una salida neta de US\$ 8.400 millones. El éxodo de capitales se detuvo en el año 2000, y fue otra vez cuantioso desde el año 2001.

En Colombia, la afluencia de capital financiero sólo cobró importancia después de 1992. Durante los años iniciales de la década, los flujos netos de capital fueron negativos, manifestación tal vez de la existencia de controles directos que se revelaron más efectivos para desalentar la afluencia de capitales que para restringir la salida de éstos. Los flujos de capital privado no-IED llegaron a su punto máximo entre 1993 y 1996, cuando promediaron US\$ 2.700 millones al año. Al igual que en Chile, resultaron elevados incluso en 1995, cuando ascendieron a US\$ 2.500 millones. En 1997 se observó una menor afluencia neta de este tipo de flujos, debido probablemente al incremento que la tasa de encaje registró a comienzos de ese año, antes del estallido de la crisis asiática. En 1998 se registró una pequeña entrada neta, y desde comienzos de 1999 estos flujos se tornaron altamente negativos (*ver* cuadro 4.5).

A la luz de estas cifras, parecería fácil cuestionar la eficacia del encaje. Tanto en Chile como en Colombia, la afluencia neta de capital alcanzó su punto máximo precisamente durante el período de vigencia de dicha regulación. Sin embargo, la coexistencia de masivos flujos de capital y la exigencia de encaje puede estar reflejando una función de reacción de la autoridad, según la cual la implantación de regulaciones sobre el capital obedece a la existencia de una cuantiosa oferta¹⁷. Esa fue, sin duda, la secuencia en ambos casos.

No obstante lo anterior, resulta evidente que las regulaciones sobre los flujos externos utilizadas en Chile y Colombia no lograron evitar el masivo éxodo de capitales que se registró a fines de los años noventa y comienzos del nuevo siglo. Nuestra hipótesis es que la exigencia de encaje, como herramienta de política durante el período de masiva afluencia de capital, fue eficaz en dos sentidos: (i) en tanto *política macroeconómica de corto plazo*, fortaleció la capacidad de las autoridades para aplicar políticas contracíclicas y encontrar soluciones de equilibrio entre los objetivos

17. Cardoso y Goldfajn (1998) han sometido exitosamente a prueba esta hipótesis para el caso de Brasil.

Cuadro 4.6
CHILE Y COLOMBIA: DEUDA EXTERNA Y RESERVAS INTERNACIONALES, 1990-2003
(Millones de dólares)

Finales de:	Deuda externa privada		Deuda externa pública	Deuda externa total ¹	Reservas internacionales
	Corto plazo ^{2/}	Largo plazo			
A. Chile					
1990	1.398	4.235	11.792	17.425	6.710
1991	1.135	4.675	10.554	16.364	7.538
1992	3.027	5.592	9.623	18.242	9.742
1993	2.999	7.167	9.020	19.186	10.252
1994	3.339	9.004	9.135	21.478	13.740
1995	2.816	11.419	7.501	21.736	14.788
1996	2.823	17.438	6.011	26.272	15.805
1997	1.438	22.126	5.470	29.034	18.274
1998	1.712	25.087	5.792	32.591	16.292
1999	1.198	27.571	5.989	34.758	14.945
2000	2.694	28.464	6.019	37.177	15.110
2001	2.051	30.363	6.124	38.538	14.400
2002	2.324	31.154	7.478	40.956	15.351
2003	3.710	30.391	9.227	43.328	15.851
B. Colombia					
1990	1.409	1.113	15.471	17.993	4.595
1991	1.184	987	15.171	17.335	6.500
1992	1.612	1.250	14.416	17.278	7.728
1993	2.587	2.046	14.254	18.887	7.932
1994	3.213	4.806	14.718	22.737	8.104
1995	3.920	6.880	15.540	26.340	8.458
1996	3.151	11.572	16.394	31.116	9.939
1997	3.436	14.191	16.785	34.412	9.908
1998	3.002	14.891	18.787	36.680	8.740
1999	2.267	14.267	20.199	36.733	8.108
2000	2.315	13.207	20.610	36.132	9.005
2001	2.802	12.838	23.471	39.111	10.245
2002 p	2.802	11.492	22.787	37.340	10.844
2003 p	3.210	10.455	24.531	38.197	10.921

Fuente: Banco Central de Chile, Banco de la República.

p/ Preliminar.

1/ Colombia: incluye transacciones financieras de *leasing*.

2/ Se refiere a transacciones originalmente contratadas por un año o menos.

cambiarlo y monetario; y (ii) en tanto *política de endeudamiento externo*, redujo el componente de corto plazo de los flujos de capital. Así, la exigencia de encaje incrementó la capacidad de absorción de un determinado volumen de flujos, al incentivar la entrada de recursos asociados a inversión productiva y, consecuentemente, reducir la vulnerabilidad ante súbitas interrupciones. Además, al contribuir a

la resistencia ante presiones hacia la apreciación del tipo de cambio, ayudó a incrementar la participación del sector transable en el PIB.

Por otra parte, sin embargo, la exigencia de encaje y, en términos más generales, el conjunto de políticas adoptadas por Chile y Colombia, no fueron plenamente efectivas para encarar la grave y prolongada crisis que se desencadenó después de 1997. Este no es un argumento para descartar la utilización transitoria de políticas de este tipo ante nuevas afluencias de capital, sino para destacar la necesidad de establecer regulaciones complementarias. En particular, las experiencias de Chile y Colombia desde 1998 revelan la urgencia de aplicar controles más estrictos sobre los *stocks* de activos y pasivos denominados en moneda extranjera. Por ejemplo, como lo plantearemos más adelante, deberían establecerse regulaciones financieras orientadas a desalentar grandes descalces de divisas en los estados financieros de las empresas de los sectores no transables. Del mismo modo, habría que implantar regulaciones sobre la capacidad de los inversionistas institucionales para administrar portafolios en moneda extranjera. La apertura de válvulas de salida al capital interno en coyunturas de abundancia resultó ineficaz para reducir el exceso de oferta de capitales, en tanto que en períodos de escasez de oferta externa condujo a un resultado extremadamente procíclico¹⁸. En el caso de Colombia, los voluminosos y crecientes desequilibrios fiscales que se registraron a partir de mediados de los noventa involucraron un rápido incremento de los pasivos en divisas y dificultaron aún más el manejo de la crisis.

d) El encaje como instrumento de política macroeconómica

Al evaluar la eficacia del encaje como instrumento de política macroeconómica, la mayoría de los análisis empíricos se ha centrado en los efectos de esta regulación sobre el volumen total de flujos de capital. Los resultados de estos estudios son mixtos. Algunos trabajos econométricos, tanto para Chile como para Colombia, han detectado un impacto estadísticamente significativo del encaje sobre la composición de los flujos de capital pero no sobre su volumen total¹⁹. Tales estudios sostienen que existe una elevada sustitución entre flujos con diferentes plazos de vencimiento, lo que involucra un incremento compensatorio de los flujos de largo plazo cuando el encaje provoca una merma en los de corto plazo. De allí concluyen que este tipo de regulación no tiene ningún impacto sobre los flujos netos de capitales.

18. Cabe recordar que Corea, considerado en la actualidad un ejemplo de apertura de la cuenta de capitales (evidentemente, fue todo lo contrario en su período de crecimiento 'milagroso') sigue aplicando restricciones a los egresos de ahorro interno.

19. Evaluaciones críticas acerca del encaje se encuentran en Valdés-Prieto y Soto (1998) y Cárdenas y Barrera (1997), para Chile y Colombia, respectivamente. De Gregorio, Edwards y Valdés (2000) también concluyen que el encaje no afectó el flujo neto de capitales, pero encuentran que fue efectivo en permitir un mayor diferencial entre la tasas de interés internas y externas, abriendo así espacio para realizar política monetaria.

Otros estudios recientes, sin embargo, muestran resultados diferentes. En el caso chileno, la exigencia de encaje habría provocado un impacto significativo sobre el volumen total de flujos de capital privado, una vez aislados los efectos de la disponibilidad externa de fondos y de los diferenciales de tasas de interés (Ffrench-Davis y Tapia, 2004; Le Fort y Lehman, 2003). Gallego y otros (2002) encuentran un efecto significativo del encaje sobre los flujos de capitales cuando se corrige por las acciones seguidas por el Banco Central para cerrar ventanas de elusión. Este último resultado destaca la necesidad de mantener un enfoque activo como condición necesaria para un uso eficaz de controles de capitales.

Para Colombia, Ocampo y Tovar (2003) encuentran que las exigencias de encaje fueron eficaces para reducir el volumen de flujos de capital, debido al incremento de los costos del endeudamiento de corto plazo y al bajo grado de sustitución de deuda a distintos plazos.

Villar y Rincón (2003) argumentan que los resultados econométricos acerca de la eficacia de este tipo de regulaciones sobre la magnitud de la afluencia de capital están expuestos a críticas, en la medida que no resuelven un problema de simultaneidad: tales regulaciones afectan la tasa interna de interés, la que a su vez incide sobre los flujos de capital. Por esta razón, los estudios mencionados en el párrafo anterior obtienen resultados de equilibrio parcial: habida cuenta del diferencial entre las tasas de interés interna y externa, la aplicación de un gravamen sobre los flujos de capital reduce el volumen de éstos. Tal gravamen, sin embargo, debiera redundar en un incremento de las tasas de interés internas, siendo probable que su efecto total sobre el volumen de afluencia de capital resulte ambiguo.

Siguiendo el argumento de Villar y Rincón (2003), la eficacia del encaje como instrumento de política macroeconómica debiera ser evaluada también desde la perspectiva de su incidencia sobre las tasas internas de interés y el tipo de cambio real. Su análisis econométrico muestra que en Colombia la exigencia de encaje fue un instrumento útil de política macroeconómica en un período de afluencia masiva de capital, exceso de demanda agregada, presiones a favor de la apreciación cambiaria y enorme déficit de cuenta corriente. Este instrumento facilitó la aplicación de una política contracíclica, permitiendo a las autoridades locales elevar las tasas internas de interés *vis-à-vis* las externas, y contraer, por consiguiente, la demanda agregada, a la vez que sorteaban las presiones a favor de la apreciación de la moneda local.

La experiencia de Chile en 1992 es bastante ilustrativa de la contribución del encaje a la estabilidad macroeconómica. Ese año, Estados Unidos recortaba aún más su tasa de interés –que ya era baja– a fin de superar la recesión interna, mientras la economía chilena experimentaba un leve recalentamiento y era destino de una abundante oferta de recursos externos. La respuesta de Chile consistió en incrementar la exigencia de encaje, dando así mayor libertad a la autoridad monetaria para elevar sus tasas internas de interés, y de esa manera estabilizar la demanda agregada. La

efectividad de los controles de capitales para hacer espacio para la política monetaria es respaldada por todos los estudios econométricos que la han testeado (*ver* De Gregorio y otros, 2000; Edwards, 1999; Ffrench-Davis y Tapia, 2004; Gallego y otros, 2002). Así, el Banco Central puede inducir una política monetaria de mini ajustes para evitar maxi ajustes.

No obstante la utilidad del encaje en la experiencia descrita, debe destacarse que, al igual que otras políticas macroeconómicas orientadas a afectar las tasas de interés y el tipo de cambio, ésta es esencialmente una herramienta de política de corto plazo²⁰, utilizable sólo en períodos de oferta ‘excesiva’ de recursos externos. Es, en este sentido, una herramienta de política contracíclica.

e) Los efectos microeconómicos de los controles de capitales

Mientras los efectos positivos del encaje han sido reconocidos en círculos académicos y por autoridades de instituciones como el Banco de Pagos Internacionales, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, ha comenzado a surgir una línea de investigación que destaca los efectos microeconómicos de estas medidas. Aunque este artículo se concentra en materias macroeconómicas, hemos incluido esta sección breve sobre las implicaciones microeconómicas de los controles de capital dada la notoriedad que, recientemente, han alcanzado los trabajos en esta área, y en particular los referidos a la experiencia chilena.

En este sentido, Forbes (2003) encuentra que el encaje chileno afectó más intensamente a empresas “pequeñas” imponiéndoles “restricciones financieras”. Por su parte, Gallego y Hernández (2003) concluyen que el encaje afectó las estructuras financieras de las empresas chilenas, reduciendo su endeudamiento, incrementando su dependencia de fondos propios (utilidades retenidas) para financiar su inversión y elevando los plazos de la deuda. Ambos trabajos se basan en una muestra de compañías que operan en el mercado bursátil²¹.

Sin entrar a analizar los resultados de ambos trabajos, debe destacarse que cualquier impuesto impone algún costo a los contribuyentes y, consecuentemente, cambia los precios relativos. Por ende, el punto crucial es identificar el efecto neto de los controles de capitales sobre el bienestar, luego de contrastar sus eventuales costos microeconómicos con sus beneficios macroeconómicos. Como se expuso antes, en general los estudios empíricos resaltan que en Chile los controles de capitales funcionaron bien, a pesar de la existencia de filtraciones y progresiva elusión, que des-

20. El concepto de ‘corto plazo’ puede referirse a varios años y se asocia a la duración de la oferta abundante de capital.

21. La mayoría de las empresas listadas en la bolsa de acciones están entre las más grandes de la economía. Por tanto, las conclusiones de estos estudios no pueden aplicarse directamente a las PYME.

pués de 1995 no fue monitoreada por las autoridades tan sistemáticamente como en 1991-95. De hecho, al menos en términos de sus objetivos intermedios, el encaje fue útil para permitir la acción de la política monetaria y actuó mejorando el perfil de los pasivos externos, reduciendo su nivel y aumentando su madurez.

Desde el punto de vista de la inversión y el crecimiento, el notable desempeño de la economía chilena en los noventa parece apoyar con fuerza la hipótesis de que el enfoque de políticas implementado (incluyendo la aplicación y gestión de los controles de capitales) tuvo beneficios que sobrepasaron con creces cualquier costo microeconómico asociado. De hecho, la tasa de inversión en Chile en los noventa fue la mayor de su historia. En este sentido, las ‘restricciones financieras’, tal como las define y reporta Forbes (2003), no fueron un impedimento para la expansión vigorosa de la capacidad productiva²². Más aún, el cambio documentado a nivel microeconómico desde deuda a utilidades retenidas como medio de financiamiento así como el aumento de la madurez de la deuda (Gallego y Hernández, 2003), pueden ser considerados como subproductos positivos de los controles de capitales, pues la principal fuente de ahorro en las EES y en Chile tienden a ser las utilidades no distribuidas y las reservas de depreciación.

Por otro lado, la economía chilena se transformó en una de las menos vulnerables de la región, escapando inmune del contagio de la crisis mexicana. En el caso de la crisis asiática, el efecto negativo fue moderado y estuvo asociado preponderantemente a errores de política, como la liberalización descuidada de las salidas de capitales de residentes durante el período de auge (Ffrench-Davis y Tapia, 2004). El encaje, a su vez, contribuyó a reducir el *stock* de pasivos y a mejorar su perfil (tanto desde un punto de vista microeconómico y macroeconómico). De acuerdo con la literatura internacional, estos dos factores determinan fuertemente tanto la probabilidad de una crisis como su severidad. En otras palabras, la crisis asiática habría tenido efectos negativos más intensos si no se hubiesen aplicado controles de capitales durante el auge que la precedió.

Finalmente, hay evidencia robusta que señala que durante las crisis el acceso a financiamiento y los márgenes de intermediación son afectados más intensamente en las PYME que en las empresas grandes. Si se evitan crisis desalentando las entradas de capitales durante los períodos de auge, las PYME pagarán mayores tasas de interés durante el auge. Sin embargo, al mismo tiempo, se evitarán alzas bruscas de las tasas de interés y la presencia de una restricción financiera macroeconómica habitual durante la fase contractiva, la que gracias a la regulación de los flujos podrá ser eludida o atenuada.

22. Forbes (2003) define a las firmas ‘financieramente restringidas’ como aquellas que dependen de sus propios recursos para financiar su inversión. Esta definición es muy controvertida, como lo refleja la literatura sobre el tema (ver Kaplan y Zingales, 1997).

f) La exigencia de encaje como política de endeudamiento: flujos vs. saldos

Estudios empíricos en Chile y Colombia coinciden en que el encaje sobre la afluencia de capital contribuyó durante los años noventa a alargar el perfil de vencimiento de los pasivos externos privados²³. Desde este punto de vista, fue efectivo como política de endeudamiento. Con un perfil de vencimientos de largo plazo para la deuda externa, un cese repentino de la oferta de recursos hacia los mercados emergentes tendrá una incidencia mucho menor. En dichas coyunturas, lo que cuenta son los requerimientos brutos de financiamiento, no los netos. Cuando en 1995 la crisis del tequila se difundió a la mayor parte de los países de América Latina, la estructura de vencimientos de la deuda externa en Chile y Colombia representó una significativa fortaleza de esas economías, ayudando a hacerlas casi inmunes a la crisis.

Sin embargo, un perfil de vencimientos de largo plazo para la deuda externa privada no representa una prenda de garantía suficiente contra una severa y prolongada sequía de flujos externos. Las experiencias de Chile y Colombia en 1998-99 sugieren que cuando la economía recibe ese tipo de *shock*, la deuda que originalmente se contrató con un horizonte de largo plazo puede convertirse en una de más corto plazo por decisión de los deudores. Estos últimos, por cierto, compran activos denominados en dólares para cubrir sus posiciones. Asimismo, bajo la presión de una débil actividad económica y fuertes expectativas de devaluación, es probable que obtengan autorización para proceder al prepago de sus pasivos en moneda extranjera, antes de la fecha de vencimiento, como de hecho sucedió en Colombia²⁴.

El cuadro 4.6 presenta la evolución del saldo de la deuda externa en Chile y Colombia. Se observa un vertiginoso incremento del endeudamiento externo del sector privado durante la segunda mitad de los años noventa, aunque desde niveles iniciales moderados. El rápido proceso de acumulación de deuda privada marcó un profundo contraste entre el período de la crisis mexicana y 1998-99. Hacia fines de 1994, cuando la crisis de México estaba en sus inicios, la deuda privada ascendía a US\$ 12 mil millones en Chile y a US\$ 8 mil millones en Colombia. Apenas cuatro años después, a fines de 1998, las cifras se habían más que duplicado (a US\$ 26 mil millones en Chile y a US \$18 mil millones en Colombia). Aunque el componente de

23. Para el caso de Colombia, ver Cárdenas y Barrera (1997); Ocampo y Tovar (2003); Rincón (2000). Respecto de la experiencia chilena, ver Agosin y Ffrench-Davis (2001); De Gregorio, Edwards y Valdés (2000); Ffrench-Davis y Tapia (2004); Le Fort y Lehmann (2003); Gallego y otros (2002).

24. A partir de 1997, el Banco de la República de Colombia autorizó a los deudores privados el prepago de pasivos de largo plazo (que no hubieren depositado el encaje sobre los flujos de capital de corto plazo), a condición de que hubiere transcurrido la mitad del plazo original de vencimiento.

corto plazo de esas deudas siguió siendo bajo, el enorme incremento en la deuda privada aumentó la vulnerabilidad ante la crisis²⁵.

El comportamiento de la deuda externa privada durante los años noventa implicó un creciente descalce cambiario. Los pasivos en moneda extranjera se incrementaron sin tener como contrapartida un aumento de activos en divisas. Hogares y empresas que operaban en actividades no transables contrajeron una cuantiosa deuda en dólares durante el período en el que creían que el peso se apreciaría —lo que sugiere que el encaje sobre los flujos de capital no fue lo suficientemente restrictivo. Sólo cuando la crisis de 1998-99 estalló y las monedas chilena y colombiana comenzaron a devaluarse, el sector privado empezó a buscar ansiosamente instrumentos de cobertura, lo que reforzó las presiones a favor de la depreciación de las monedas locales²⁶. Las regulaciones que habían sido instauradas tanto en Chile como en Colombia se revelaron incapaces de impedir que ello sucediera. No fueron lo suficientemente rigurosas como para desalentar el traspaso de los descalces cambiarios desde los intermediarios financieros a sus clientes, quienes debieron entonces pagar un costo muy alto cuando el peso se devaluó. En la experiencia colombiana, la crisis financiera de 1999 obedeció en cierto grado al súbito incremento del valor en moneda nacional de los pasivos externos, debido a la devaluación del peso. Las regulaciones prudenciales debieron haber evitado esta situación, dando cuenta de este riesgo en los balances de los bancos que solían efectuar préstamos con este tipo de descalce cambiario. En Chile, la devaluación, requerida tras la excesiva apreciación de 1996-97, fue demorada a fin de que el sector privado pudiera reducir su deuda externa accediendo a un dólar más barato, a expensas del balance del Banco Central y de una costosa contracción monetaria: el retraso en la corrección del tipo de cambio fue compensado con un aumento drástico de las tasas de interés.

Una limitación del tipo de regulaciones utilizadas en Chile y Colombia radica en que éstas afectan a los nuevos flujos de pasivos en divisas, y no el acervo de éstos. Esas regulaciones deberían ser complementadas con políticas que regulen el saldo de pasivos externos, las cuales estarían basadas fundamentalmente en elementos de regulación y supervisión prudencial y en la imposición de provisiones muy estrictas a los bancos que conceden créditos a hogares o empresas con grandes descalces cambiarios

25. Bleakey y Cowan (2002) presentan evidencia a nivel de firmas para varios países de América Latina, para mostrar que el efecto negativo de la depreciación de las monedas locales durante las crisis (el efecto de hojas de balance) era más que compensado por la elasticidad del ingreso frente a movimientos cambiarios. Este resultado sugiere que las firmas en el sector transable de la economía tenían una estructura de pasivos más intensa en deuda externa que las empresas en el sector no transables. Sin embargo, en el caso colombiano, hay evidencia de que el incremento en deuda externa privada fue mayor en empresas del sector no transable (*ver* Banco de la República, 2002, p. 27).

26. En 1998-99, el Banco Central de Chile emitió bonos indexados al dólar de Estados Unidos por un monto equivalente a 2% del PIB, a un tipo de cambio evidentemente sobrevaluado, lo que facilitó operaciones de cobertura cambiaria.

(Villar y Rincón, 2003)²⁷. Además, según lo sugiere Ocampo (2003), tales medidas podrían ser complementadas con disposiciones tributarias sobre los pasivos en moneda extranjera; por ejemplo, las deducciones por concepto de pago de intereses sobre préstamos internacionales podrían quedar restringidas a empresas generadoras de divisas y hasta por el monto de sus respectivos ingresos en moneda extranjera.

g) Inversión extranjera de portafolio

Chile y Colombia permitieron, desde comienzos de los años noventa, la libre entrada y salida de inversión extranjera directa (IED)²⁸, pero aplicaron restricciones sobre la inversión extranjera de portafolio, a modo de política complementaria al encaje sobre los préstamos externos.

Chile mantuvo hasta mayo de 2000 el requisito de permanencia mínima de un año para inversión extranjera de portafolio (excepto ADRs). Además, como señalamos anteriormente, a partir de 1995 la exigencia de encaje se hizo extensiva a la adquisición de acciones de empresas chilenas por extranjeros (ADRS secundarios). Con todo, la inversión extranjera en acciones jugó un papel intensamente procíclico (cuadro 4.7).

Colombia impuso una regulación menos restrictiva. Los ADRs quedaron eximidos del encaje sobre flujos de capital y la inversión extranjera en acciones fue acogida sin restricciones, a condición que fuese canalizada a través de fondos para propósitos especiales, cuya administración estaba a cargo de instituciones financieras con sede en Colombia. Por otro lado, a fin de acelerar el proceso de profundización del mercado interno de capital para deuda pública, Colombia eliminó en 1996 las restricciones sobre la inversión extranjera en títulos de deuda pública. El propósito buscado se logró durante 1996 y 1997, antes del estallido de la crisis. El *stock* de inversión extranjera en deuda pública interna subió de cero en 1995 a US\$ 400 millones en marzo de 1998. Menos de un año después, sin embargo, esta cifra se había revertido casi por completo. Por consiguiente, la inversión extranjera en títulos de deuda pública, que había sido liberalizada a fin de facilitar el financiamiento público, terminó reforzando el sesgo procíclico de la inversión extranjera en acciones.

h) El papel de los inversionistas institucionales locales en los mercados cambiarios

El hecho de que el impacto de la crisis de fines de los noventa sobre las economías chilena y colombiana haya sido mayor que el de la crisis del tequila, puede explicarse

27. Ffrench-Davis y Ocampo (2001) señalan que el principal problema de esta opción es que los agentes no financieros se endeudan directamente en el exterior. De hecho, las restricciones sólo sobre la banca tienden a incentivar ese endeudamiento directo.

28. En el caso chileno, sin embargo, se impuso una permanencia mínima de un año a la repatriación de capital de la IED y los préstamos asociados a la IED estuvieron afectados al encaje.

Cuadro 4.7
CHILE Y COLOMBIA: FLUJOS NETOS DEL EXTERIOR DE INVERSIÓN
DE CARTERA EN ACCIONES, 1990-2003
(Pasivos)^{1/} (Millones de dólares)

Fines de:	Chile	Colombia
1990	367	0
1991	24	5
1992	338	66
1992	561	145
1994	1.109	478
1995	-248	165
1996	700	292
1997	1.720	278
1998	580	47
1999	524	-27
2000	-427	17
2001	-217	-42
2002 p	-320	17
2003 p	312	-52

Fuente: Banco Central de Chile, Banco de la República.

1/ ADRs y fondos de inversión.

p/ Preliminar.

en parte por factores ya mencionados: a mayor apreciación cambiaria, más intensa y prolongada contracción en la oferta de fondos, más alto saldo de la deuda y mayor vulnerabilidad a la volátil inversión de cartera. Un factor adicional relevante puede haber sido el papel que los principales inversionistas institucionales locales comenzaron a jugar en los mercados cambiarios durante la segunda mitad de los años noventa.

Inicialmente, las restricciones sobre la actividad de los inversionistas institucionales domésticos en los mercados cambiarios constituyeron un elemento sustantivo del contexto en el que Chile y Colombia establecieron el encaje sobre los flujos de capital. Sin embargo, la tendencia a favor de la liberalización financiera que prevaleció en la economía internacional en los años noventa motivó que algunas de tales restricciones fueran gradualmente relajadas en la segunda mitad de la década, lo cual hizo más difícil evitar la fuga de capitales y las reasignaciones de portafolio que tuvieron lugar entre 1997 y 1999, con las crisis asiática y rusa, y disminuyó la eficacia del encaje para reducir la vulnerabilidad asociada a la volatilidad de los flujos de capital.

El ejemplo más claro de este proceso de relajación de las regulaciones lo constituye el régimen de inversión que se aplicó a los fondos de pensión privados. Éstos se convirtieron, en ambos países, en actores protagonistas del mercado interno de capitales, y paradójicamente, el papel gravitante que desempeñaron en los mercados cambiarios fue promovido durante la segunda mitad de los años noventa por las

propias autoridades económicas, las que consideraron que los efectos de la entrada de capitales externos podrían ser parcialmente compensados por la salida de capitales de inversionistas institucionales. Se les autorizó a invertir porcentajes más elevados de su portafolio en moneda extranjera, con la esperanza de que ello serviría de herramienta contracíclica. En la práctica, sin embargo, el impacto de tales fondos fue altamente procíclico; no invirtieron mucho en el exterior durante el período previo a la crisis asiática, cuando predominaban expectativas de una apreciación de la moneda local, y tras el estallido de la crisis, en cambio, aprovecharon la regulación menos estricta para transferir al exterior enormes sumas, reforzando así la demanda por moneda extranjera y acrecentando las presiones a favor de la depreciación.

Por consiguiente, según lo consignan Ffrench-Davis y Tapia (2001), el intento de utilizar una regulación más relajada sobre los fondos de pensiones demostró no ser exitoso para estimular la salida de capitales durante el período de auge. Al contrario, tal intento indujo una mayor vulnerabilidad en los mercados cambiarios y una reducción de los grados de libertad de las políticas monetarias internas durante la fase contractiva (*ver* también Ocampo, 2003; Zahler, 2005). De hecho, la fuente principal del ajuste recesivo que vivió Chile en 1998-99 estuvo asociada a la salida de capitales ejecutada por el sistema privado de pensiones, equivalente a casi 5% del PIB.

i) Flujos públicos de capital e IED

En la sección 1 señalamos que el comportamiento de las cuentas fiscales en los años noventa fue completamente distinto en Chile y Colombia; el primer país mantuvo un superávit fiscal equivalente en promedio a casi 2% del PIB, mientras que Colombia registró un voluminoso y creciente déficit fiscal durante la última parte de la década. Esto explica que el financiamiento público no haya sido tema de debate en Chile, y que sí lo haya sido en Colombia. Hasta 1994, ambos países pudieron utilizar contracíclicamente sus respectivos superávits fiscales, reduciendo su deuda externa pública en un período de masiva afluencia de capital privado. En el caso chileno, la situación se mantuvo en los años siguientes. Lo más notable es que en el bienio 1995-96 el endeudamiento externo neto del sector público mostró un saldo negativo de US\$ 3.600 millones, lo que permitió paliar los efectos de los flujos privados. En Colombia, en cambio, a partir de 1995 se registró una afluencia neta de crédito externo al sector público. Debido a la magnitud del déficit del sector público, tales flujos alcanzaron gran volumen, promediando US\$ 1.100 millones entre 1995 y 2001. Entre 1995 y 1997 constituyeron un factor procíclico que reforzó las presiones hacia la apreciación del peso colombiano, derivadas de la afluencia de capital privado (cuadro 4.6)²⁹.

29. Paradójicamente, después de 1997 la afluencia neta de crédito externo al sector público operó de nuevo como estabilizador del financiamiento externo total. Sin duda, tales flujos ayudan a explicar que en 1998 la merma en

El impacto del déficit fiscal colombiano sobre los flujos de capital no se manifestó solamente a través del crédito externo al sector público. Ya señalamos que la inversión extranjera de portafolio en Colombia estuvo estrechamente vinculada al desarrollo del mercado de la deuda pública, requerido con urgencia para cubrir el déficit gubernamental. Por otro lado, el comportamiento y las características de la IED en Colombia estuvieron considerablemente determinados por la magnitud de ese déficit, en marcado contraste con lo acaecido en Chile.

El cuadro 4.5 muestra que entre 1990 y 2003 Chile recibió flujos netos de IED por un valor anual promedio de US\$ 2.100 millones, superando a Colombia, que recibió un promedio de US\$ 1.600 millones. Tal diferencia es aun mayor en términos de IED para nuevos proyectos de inversión, lo que implica que su contribución al incremento de la formación interna de capital y de la productividad fue superior en Chile, donde hasta 1998 prevaleció una relación positiva entre IED y formación bruta de capital. Tal relación desapareció de Chile en 1999, cuando el grueso de la IED estuvo vinculado a fusiones y adquisiciones, en lugar de proyectos de inversión nuevos (Ffrench-Davis, 2003a). Con todo, cabe hacer notar que la IED desempeñó un papel contracíclico en Chile en 1999 en comparación a otros flujos de capital privado.

En contraste con Chile, la IED en Colombia correspondió principalmente a privatizaciones y a inversión en el sector petrolero. Las tendencias internacionales, marcadas por intensas adquisiciones, alcanzaron con fuerza a la economía colombiana, lo cual debilitó el vínculo entre la formación interna de capital y la IED, y determinó que ésta se comportara procíclicamente. El período en que la IED alcanzó niveles más altos (1996-98, de acuerdo con el cuadro 4.6) corresponde al de un abrupto descenso del coeficiente de formación bruta de capital fijo (sección 1, cuadro 4.3). De hecho, las operaciones por concepto de fusiones y adquisiciones representaron el 58% de la IED bruta total en ese período (Unctad, 2003). En la práctica, una parte considerable de la IED en Colombia representó una fuente de financiamiento del déficit público, la que casi desapareció después de 1998. Asimismo, el ciclo natural de inversión en el campo petrolero Cusiana implicó un rápido agotamiento de esa fuente de IED con posterioridad a 1998.

4. OBSERVACIONES FINALES

Chile y Colombia parecían haber actuado en forma adecuada cuando en 1995 se hizo sentir la crisis del tequila, toda vez que habían mantenido sus economías en expan-

las reservas internacionales fuera menor, y que en los años siguientes la reconstitución de dichas reservas haya sido mucho más rápida en Colombia que en Chile. En ese sentido, la existencia de un mayor déficit fiscal en Colombia, en la medida en que pudo ser financiado desde el exterior, ayudó a reducir la vulnerabilidad de la economía a los avatares del mercado financiero internacional.

sión y no daban muestras de ahogo financiero. Sin embargo, los efectos de las crisis asiática y rusa golpearon intensamente a los dos países. ¿Significa ello que fallaron las regulaciones sobre la cuenta de capitales? ¿Fue ello consecuencia de un régimen cambiario mal diseñado? Por cierto, cualquier respuesta en términos de sí o no a tales interrogantes sería extremadamente simplista.

Del análisis precedente podemos extraer las siguientes conclusiones:

- i) Las regulaciones sobre la cuenta de capitales aplicadas por Chile y Colombia fueron exitosas para reducir la participación de los flujos de capital de corto plazo dentro del total de flujos de capital.
- ii) Tales regulaciones hicieron posible que la política monetaria incrementara las tasas internas de interés *vis à vis* las externas, sin generar presiones adicionales a favor de la apreciación de las monedas locales. Ello constituyó un resultado favorable en el período de auge de los flujos de capital, en la medida que dejó espacio para una política monetaria contracíclica y permitió alcanzar equilibrios macroeconómicos reales más sostenibles.
- iii) Durante la segunda mitad de los noventa hubo cierta liberalización de las normas respecto de la inversión extranjera de portafolio y de operaciones de inversionistas institucionales domésticos en títulos extranjeros, lo que redundó en un contexto más procíclico para el manejo de la crisis de 1998-99.
- iv) La comparación entre las experiencias chilena y colombiana destaca la importancia de la austeridad fiscal en períodos de masiva afluencia de capital. La capacidad de los gobiernos de acometer políticas fiscales contracíclicas depende en grado crítico de lo que hagan durante las coyunturas expansivas. El gobierno puede durante los períodos de auge compensar parcialmente los efectos de la afluencia de capital privado rebajando (contracíclicamente) la deuda pública, tal como hizo Chile hasta 1997. De igual modo, si existe un mercado desarrollado para la deuda pública interna, la sustitución de deuda interna por externa puede constituir un adecuado mecanismo para reducir presiones a favor de la apreciación en períodos de masiva afluencia de capital.
- v) Los costos que Chile debió pagar a consecuencia de la crisis de 1998-99 muestran que la disciplina fiscal no basta y que los flujos de capital privado (en particular, el éxodo de capital nacional en ese bienio) pueden producir una aguda vulnerabilidad, incluso en presencia de controles de capitales. De hecho, las regulaciones a las entradas de capital utilizadas en Chile y Colombia se revelaron impotentes para evitar ese riesgo crítico. Incluso con una baja exposición a la deuda de corto plazo, la emigración de capitales puede ser muy voluminosa cuando los residentes están en condiciones de invertir en el exterior y los deudores de largo plazo disponen de la alternativa de prepagar sus pasivos. Esta vulnerabilidad puede ser mitigada imponiendo controles sobre las posiciones netas de divisas de los intermediarios financieros, de los principales inversionistas

- institucionales (como los fondos de pensiones) y –también muy importante– de los hogares y las empresas. La regulación prudencial del sector financiero debería exigir a los bancos que den cuenta de los riesgos implícitos en el otorgamiento de préstamos al sector privado con importantes descalces cambiarios entre sus activos y pasivos. También la aplicación de gravámenes puede desincentivar dichos descalces.
- vi) El manejo del tipo de cambio parece haber tenido alguna responsabilidad en el agravamiento de los efectos de la reversión de los flujos de capital observada en 1998-99. Las bandas cambiarias que entonces operaban en Chile y Colombia fueron útiles durante buena parte de los años noventa, aunque fueron más eficientes para lidiar con presiones a favor de la apreciación de la moneda nacional, que con aquellas a favor de una devaluación. Los problemas de credibilidad suscitados por las bandas motivaron a las autoridades a restringir la flexibilidad del tipo de cambio y a aplicar políticas monetarias altamente contractivas durante la crisis. La falta de flexibilidad cambiaria durante la crisis fue mucho más evidente en Chile que en Colombia.
- vii) Las experiencias de ambos países con el crédito interno durante los años noventa fueron diametralmente distintas. En Colombia, el impacto de los flujos externos de capital fue potenciado por el crédito interno, lo que reforzó su carácter procíclico. En el caso de Chile, por el contrario, el coeficiente crédito interno /PIB evolucionó de una manera contracíclica. Dos lecciones fluyen de estas opuestas experiencias. Primero, que un grado mayor de profundidad financiera y una supervisión financiera más rigurosa pueden servir de colchones contra eventuales choques de capital externo, como probablemente ocurrió en Chile. Segundo, que la regulación financiera interna no debiera reforzar el sesgo procíclico de los flujos de capital, como sucedió en Colombia con el proceso de reducción del encaje sobre los depósitos internos antes de 1998.

ANEXO

DIMENSIÓN ECONÓMICA RELATIVA DE CHILE Y COLOMBIA, 2002

	PIB (precios corrientes)			GDP (PPP)		Exportaciones brutas de bienes y servicios (% del PIB corriente)
	Población (millones)	TOTAL (miles de millones de dólares)	Per cápita (dólares)	TOTAL (miles de millones de dólares)	Per cápita (dólares)	
Malasia	24	95	3.915	217	8.922	113,8
República de Corea	48	477	10.006	784	16.465	40,0
Asia Oriental (6)	449	1.215	2.707	2.893	6.444	52,0
Argentina	38	102	2.694	402	10.594	27,7
Brasil	174	452	2.593	1.312	7.516	15,8
Chile	16	66	4.169	153	9.715	34,1
Colombia	44	82	1.881	279	6.357	19,6
México	101	637	6.314	879	8.707	27,2
América Latina (19)	512	1.640	3.200	648	6.962	23,4
Estados Unidos	288	10.417	36.123	10.138	35.200	9,4
Mundo	6.201	32.252	5.201	47.426	7.648	24,4

Fuente: Sobre la base de cifras del Banco Asiático de Desarrollo, la Cepal, el FMI y el Banco Mundial.

Asia Oriental incluye Filipinas, Indonesia, Malasia, la provincia china de Taiwan, la República de Corea y Tailandia.

América Latina incluye a 19 países.

REFERENCIAS

- Agosin, M. y R. Ffrench-Davis (2001), "Managing capital inflows in Chile", en S. Griffith-Jones, M.F. Montes y A. Nasution (eds.), *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*, Oxford University Press/Wider, Londres y Nueva York.
- Banco de la República (2002), "Reporte de estabilidad financiera", Banco de la República, Subgerencia Monetaria y de Reservas, Bogotá, julio.
- Barajas, A. y R. Steiner (2002), "Credit stagnation in Latin America", *IMF Working Paper*, WP/02/53, marzo.
- Bleakley, H. y K. Cowan (2002), "Corporate dollar debt and depreciations: Much ado about nothing?", Federal Reserve Bank of Boston, *Working Paper Series*, No. 02-5.
- Cardoso, E. e I. Goldfajn (1998), "Capital flows to Brazil: The endogeneity of capital controls", *IMF Staff Papers*, 45, septiembre.
- Cárdenas, M. y F. Barrera (1997), "On the effectiveness of capital controls: The experience of Colombia during the 1990s", *Journal of Development Economics*, vol. 54.
- Carrasquilla, A. y J. P. Zárate (2002), "Regulación bancaria y tensión financiera: 1998-2001", en ANIF (ed.), *El sector financiero de cara al siglo XXI*, tomo I, ANIF, Bogotá.
- Corbo, V. y J. Tessada (2002), "Growth and adjustment in Chile: A look at the 1990s", en N. Loayza y R. Soto (eds.), *Economic Growth in Chile: Sources, Trends, and Cycles*, Banco Central de Chile, Santiago.

- De Gregorio, J., S. Edwards y R. Valdés (2000), “Controls on capital inflows: Do they work?”, *NBER Working Paper* 7645, Cambridge, Mass.
- Edwards, S. (2002), “The great exchange rate debate after Argentina”, *NBER Working Paper* 9257, octubre.
- _____ (1999), “How effective are capital controls”, *Journal of Economic Perspectives*, otoño.
- Ffrench-Davis, R. (2005), “Macroeconomía para el crecimiento y globalización financiera: cuatro temas estratégicos”, en este volumen.
- _____ (2003a), “La inversión extranjera directa en Chile”, en O. Muñoz (ed.), *Hacia un Chile competitivo*, Editorial Universitaria/Flacso, Santiago.
- _____ (2003b), “Financial crises and national policy issues: An overview”, en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *From Capital Surges to Drought*, Palgrave, Londres.
- _____ (2003c), *Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad: tres décadas de política económica en Chile*, tercera edición, J. C. Sáez editor, Santiago.
- _____ y J. A. Ocampo (2001), “Globalización de la volatilidad financiera: desafíos para las economías emergentes”, en R. Ffrench-Davis (comp.), *Crisis financieras en países ‘exitosos’*, Cepal/McGraw-Hill, Santiago.
- _____ y H. Tapia (2004), “The Chilean-style capital controls: an empirical assessment”, mimeo, Cepal.
- _____ y H. Tapia (2001), “Tres variedades de política en Chile frente a la abundancia de capitales extranjeros”, en R. Ffrench-Davis (comp.), *Crisis financieras en países ‘exitosos’*, Cepal/McGraw-Hill, Santiago.
- _____ y G. Larraín (2003), “How optimal are the extremes? Latin American exchange rate policies during the Asian crisis”, en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (ed.), *From Capital Surges to Drought*, Palgrave/Wider/Eclac, Londres.
- Forbes, K. (2004), “Capital controls: Mud in the wheels of market discipline”, *NBER Working Paper* 10284, enero.
- _____ (2003), “One cost of the Chilean capital controls: increased financial constraints for smaller traded firms”, *NBER Working Paper* 9777, junio.
- Gallego, F. y L. Hernández (2003), “Microeconomic effects of capital controls: the Chilean experience during the nineties”, *Working Paper* N° 203, Banco Central de Chile, febrero.
- Gallego, F., L. Hernández y K. Schmidt-Hebbel (2002), “Capital controls in Chile: were they effective?”, en L. Hernández y K. Schmidt-Hebbel (eds.), *Banking, Financial Integration, and International Crises*, Banco Central de Chile, Santiago.
- Held, G. y F. Jiménez (2001), “Liberalización, crisis y reforma del sistema bancario: 1974-99”, en R. Ffrench-Davis y B. Stallings (eds.), *Reformas, crecimiento y políticas sociales en Chile desde 1973*, LOM Ediciones, Santiago.
- Kaplan, S. y L. Zingales (1997), “Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financial constraints?”, *The Quarterly Journal of Economics*, 112, febrero.
- Le Fort, G. y S. Lehmann (2003), “El encaje y la entrada neta de capitales: Chile en el decenio de 1990”, *Revista de la Cepal*, No. 81, Cepal, diciembre, Santiago.
- Ocampo, J. A. (2005), “Superando las frustraciones del crecimiento en América Latina: los nexos macro y mesoeconómicos”, en este volumen.

- _____ (2003), “Capital account and counter-cyclical prudential regulations in developing countries”, en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *From Capital Surges to Drought*, Palgrave/Wider/Eclac, Londres.
- _____ y C. Tovar (2003), “La experiencia colombiana con los encajes a los flujos de capital”, *Revista de la Cepal*, No. 81, Santiago, diciembre.
- _____ y L. Villar (1992), “Trayectoria y vicisitudes de la apertura económica colombiana”, en *Pensamiento Iberoamericano*, No. 21, edición especial, Madrid.
- Restrepo, J. E., (1999), “Reglas monetarias en Colombia y Chile”, en *Archivos de Macroeconomía*, No. 99, Departamento Nacional de Planeación, Bogotá, enero.
- Unctad (2003), *Foreign Investment Report 2003*, Naciones Unidas, Ginebra.
- Urrutia, M. (1995), “El sistema de bandas cambiarias en Colombia”, *Notas Editoriales, Revista del Banco de la República*, vol. LXVIII, No. 807, Bogotá, enero.
- Valdés-Prieto, S. y M. Soto (1998), “New selective capital controls in Chile: Are they effective?”, *Empírica* 25(2).
- Villar, L. y H. Rincón (2003), “The Colombian economy in the 1990s: Capital flows and exchange rate regimes”, en A. Berry (ed.), *Critical Issues in Financial Reform: A View from the South*, New Brunswick, N. J., Transaction Publishers.
- Zahler, R. (2005), “Estabilidad macroeconómica e inversiones de los fondos de pensiones: el caso de Chile”, en este volumen.
- _____ (1998), “The Central Bank and the Chilean macroeconomic policy in the 1990s”, *Revista de la Cepal*, No. 64, abril.