

Apertura económica y control del flujo de capitales externos en Chile

RAFAEL URRIOLA

Chile sufrió uno de los más severos impactos de la crisis de los años 80 en América Latina por la liberalización extrema de los flujos financieros y la ausencia de regulaciones. El sistema de controles posterior permitió, en cambio, sortear sin problemas la crisis mexicana de fines de 1994 y minimizar los impactos propiamente financieros de la crisis asiática (1998-1999). Regulación y liberalización se complementaron por la vía de simplificar el ingreso de capitales orientados a la inversión productiva o de largo plazo. Esta composición reduce los impactos de la volatilidad financiera. La efectividad de las políticas de control se potencia si hay un marco macroeconómico sólido que incluya un adecuado nivel de reservas para afrontar eventuales corridas financieras.

Durante los años 90, la economía chilena tuvo el desempeño más notable del siglo xx. Entre 1990 y 1999 el producto creció en casi un 90%, las inversiones anuales y el volumen físico de las exportaciones e importaciones se han casi duplicado. Todo lo anterior se expresa en aumentos inéditos y persistentes de productividad. Esto explica que entre 1990 y 1998 se crearan 900.000 empleos adicionales, con salarios reales que acumularán un 40% de incremento a lo largo de la década. Esto, más la duplicación del gasto público social, permitió que la población en situación de pobreza haya disminuido desde 5 millones hasta 3,2 millones.

El crecimiento de la economía chilena durante 1990-1998 tiene su origen en una política fiscal y monetaria equilibrada y responsable; en la normalización del sistema financiero (duramente afectado por la gran crisis de 1981-1983), incluyendo mecanismos de supervisión y control; en una política económica que profundizó el desarrollo exportador mediante una apertura comercial basada en acuerdos multilaterales y bilaterales; en una política regulatoria que logró impulsar más competitividad; y en la política de desarrollo productivo que se orienta en forma creciente hacia las regiones menos desarrolla-

RAFAEL URRIOLA: economista chileno; consultor de organismos internacionales; es asesor jefe del Ministerio de Obras Públicas, y de Transporte y Telecomunicaciones de Chile; autor de diversos artículos y libros sobre su especialidad.

Palabras clave: política económica, sistema financiero, control de capitales, Chile.



das del país. También cabe destacar que la transición democrática y una institucionalidad adecuada alentaron un extraordinario aumento de las inversiones extranjeras (42% del PIB en 1999). Ello hizo que, en el marco de una economía de alto crecimiento, la inflación se redujese año tras año y que se redujese también la deuda pública.

En este contexto y con este trasfondo, este documento examinará las tendencias y regulaciones de los flujos de capital externos en un marco de apertura creciente durante la década de los años 90.

Control de capitales externos y apertura macroeconómica en los años 90

Parece un lugar común percibir que, cuando los controles de capital foráneo están de moda es porque se viven momentos de crisis; inversamente, cuando priman las corrientes aperturistas es probable que se asista a momentos de bonanza económica. Lo cierto es que los mejores manejos de las crisis se producen cuando se han previsto las amenazas en los periodos de auge. Dicho de otro modo, los impactos de la volatilidad del capital financiero internacional sobre economías pequeñas serán menores si los controles se estipulan con antelación a la presencia de los problemas.

En efecto, los orígenes de los problemas que han ocasionado los últimos tres episodios de crisis en América Latina (la famosa crisis de la deuda de 1982; el «tequilazo» mexicano de 1994; y, la crisis brasileña como secuela de los eventos asiáticos de 1999) se han centrado en aspectos financieros y, específicamente, en los flujos de capitales. La primera tuvo impactos devastadores sobre la economía chilena que se regía por un liberalismo ortodoxo y total de los flujos de capital; las dos últimas, en cambio no impactaron al sistema financiero de manera directa aunque sus efectos se hicieron sentir en otros ámbitos.

La crisis de 1982 se caracterizó por tres elementos centrales: grandes flujos de capital en los años precedentes (deuda externa de 48% del PIB); inversión intermediada por las agencias financieras en lugar de capital de riesgo; y flujos de corto plazo (20% de la deuda total pero con reservas inferiores a la deuda de corto plazo) que repercutieron fuertemente sobre la solvencia de los bancos. Los marcos regulatorios en Chile se impusieron, más que como una idea preconcebida, como una respuesta lógica y un elemento decisivo para recuperar la credibilidad en el ámbito financiero internacional, después de los reiterados y graves fracasos del liberalismo ortodoxo aplicado por el mismo régimen en años anteriores y que creó, sucesivamente, la profunda crisis del sistema financiero, la imposibilidad de pago de la deuda externa (pública y privada), cesantía real superior a 25% y caídas del PIB cercanas a 15% en un año. En efecto, en los círculos técnicos –nacionales e internacionales– persistía la idea de la profundidad de la crisis de principios de los años 80 en que se liberalizó todo el sistema de entrada de capitales con las consecuencias ya anotadas. Esta situación hizo explosivo el Déficit de la Cuenta Corriente (DCC) revirtiendo el ciclo de aparente bonanza de fines de los 70.

Teniendo muy presente lo anterior es que los objetivos de la nueva coalición de gobierno para la década de los 90, consistieron en reducir el ritmo de inflación y acotar en un rango permisible el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (Zahler). Estas metas, a cargo del Banco Central (BC), debían complementarse con las de otras áreas sensibles con la intención de: afianzar la solvencia y liquidez del sistema financiero; reducir la vulnerabilidad externa; aumentar la tasa de empleo y la de ahorro e inversión nacional e interna; mantener una trayectoria de crecimiento de los salarios reales acorde con los aumentos de la productividad.

Para estas metas se usaron los instrumentos tradicionales, pero con un marco diferente de orientación en la política macroeconómica, que se centraba en otorgar un rol creciente al mercado en la determinación de los precios (regulación prudencial): fomento del aperturismo en el marco de la globalización; flexibilización en el uso de las políticas; contemplar horizontes de mediano y largo plazo; y minimizar volatilidad y vulnerabilidad.

En este contexto, a principios de los años 90 se opta por liberalizar el mercado de salida de capitales que, al igual que en el resto de América Latina, se había sobrerregulado por la reducida disponibilidad de recursos para la región. En esta dirección, se redujo el plazo mínimo de repatriación de capital ingresado por no residentes de tres a un año (1993); se autorizó la emisión de bonos y acciones en el exterior a empresas locales; se liberalizó el prepagado de deudas al exterior así como el porcentaje mínimo de crédito externo que debía acompañar a la inversión externa directa.

Estas medidas suceden cuando el ahorro interno apenas alcanza a 20% del PIB y se buscaba una participación mayor de recursos externos. Entre las ventajas con que podía operar la política macroeconómica tendiente a atraer capitales externos se destaca que, internacionalmente, desde principios de los 90, mejora la percepción riesgo/país establecida por las clasificadoras internacionales de riesgo, bajan las tasas de interés en los países industrializados y aumentan los flujos de capital a las economías emergentes, incluyendo a Chile. Los flujos netos de capitales a América Latina pasaron de -2% del PIB regional a 4% entre 1990 y 1993 (Ocampo).

Adicionalmente, las tasas de interés domésticas se ubicaban por sobre el nivel internacional con el objeto de estimular el ahorro interno y/o la afluencia de capital externo. Pero, al mismo tiempo, la afluencia excesiva de divisas de corto plazo ocurrida entre 1992 y 1994 empezaba a atentar contra los equilibrios básicos (el DCC alcanzó a -5,7% en 1993) porque el proceso no se basó ni en aumento de exportaciones ni en inversión de largo plazo, sino en inversión financiera de corto plazo. Es en este contexto que se consolida una política de esterilización o desestímulo del ingreso de capitales en los años 90, que esencialmente consistió en el mantenimiento de la prohibición de repatriación de divisas antes de un año de permanencia en el país y el encaje a créditos externos.

Cuadro 1

Deuda externa de Chile

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999*
Deuda externa total (millones de dólares)	17.425	16.364	18.242	19.186	21.478	21.736	22.979	26.701	31.691	34.207
Deuda corto plazo (%) Original ¹	19,4	13,4	19,0	18,2	18,0	15,8	11,5	4,8	5,1	3,9
Deuda corto plazo Amortizaciones (%)	5,2	6,7	6,5	7,1	7,3	8,0	7,9	8,6	7,4	7,8
TOTAL como % de la deuda externa total	24,6	20,1	25,5	25,3	25,3	23,8	19,4	13,4	12,5	11,7

* Cifras preliminares al 31 de julio.

Fuente: Banco Central de Chile.

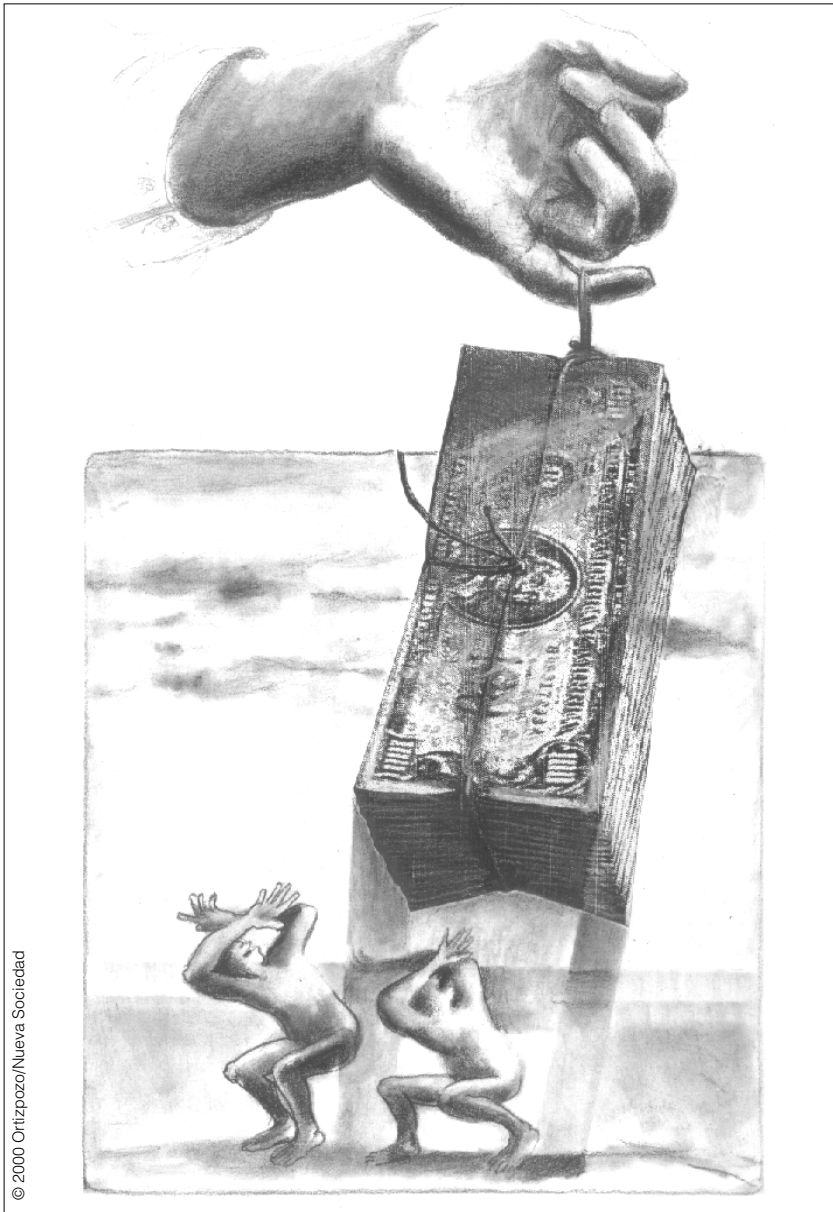
El BC se vio en la obligación de jugar un papel muy activo en la acumulación de divisas, no solo para mantener adecuadas reservas internacionales, sino para impedir que la entrada neta de capitales que alcanzó en promedio 6,1% del PIB entre 1992 y 1996 provocara un excesivo y permanente DCC. Sin embargo, esta política generó pérdidas en el BC derivadas de la diferencia entre la tasa de interés a la que se colocan las reservas en los mercados internacionales (en moneda extranjera) y la tasa que debe pagar por la colocación de la deuda interna (en pesos reales), lo cual es necesario para esterilizar el impacto monetario de aquella acumulación. En definitiva, aun manteniendo un esquema de apertura en el mercado de capitales se buscó desincentivar los influjos financieros de más corto plazo para reducir la volatilidad y, además, frenar la creación de burbujas en el mercado bursátil y de renta fija de largo plazo.

Regulaciones y comportamiento de la inversión y deuda externas

En 1989 se estableció una nueva modalidad de sistema de control cambiario que otorga la obligatoriedad para las transacciones de divisas en el llamado mercado cambiario formal. Es decir, exportadores e importadores (de bienes, capitales o servicios) deben actuar en el marco de este mercado quedando exentas solo las operaciones no comerciales. El capítulo XIV del Compendio de Normas de Cambios Internacionales regula las inversiones, aportes de capital o créditos provenientes del exterior y su aplicación y especificación es responsabilidad del Banco Central de Chile.

1. Tradicionalmente, en las estadísticas de deuda externa se han clasificado como pasivos de corto plazo los créditos cuyos contratos establecen un plazo original para el completo reembolso del principal igual o inferior a los 365 días. En los últimos años, sin embargo, ha ganado importancia el análisis de la deuda externa sobre la base de compromisos en el tiempo, utilizándose con más frecuencia la clasificación de acuerdo con el criterio de plazo residual. Este criterio implica considerar como deuda de corto plazo también a las amortizaciones programadas para los próximos 12 meses de los créditos de mediano y largo plazo, o con plazo contractual superior a un año.

Entre las restricciones más importantes que constan en el Estatuto de Inversión Extranjera (circular 218 del 2/4/93) se encuentra la repatriación de capital. Este no puede repatriarse hasta después de un año de su primera liquidación (tres años en la legislación precedente), aunque los dividendos líquidos (después de impuestos) pueden repatriarse en cualquier momento. Una forma importante de regulación que limita ciertas volatilidades que sur-



gen en periodos de nerviosismo entre los agentes financieros se refiere a las formas de liquidación de divisas. En efecto, los intereses y periodos en que se deben efectuar los pagos deben quedar registrados en el BC que, mediante un formulario, permite al acreedor obtener las divisas en el mercado formal.

Otra política de desincentivo a los llamados capitales «golondrina» (de corto plazo y con fines esencialmente especulativos), es el encaje a los créditos ingresados al país, que ha oscilado entre 30% a 0% de los flujos totales. Este encaje, constituido en la misma moneda de crédito, no devengaba intereses y era depositado en el BC, pudiendo ser recuperado en un plazo no inferior a un año. El capítulo XIV estipula que «los créditos, depósitos e inversiones y aportes de capital ... que provengan del exterior quedarán sometidos a la obligación de encaje...».

El BC, hasta abril de 1997, antes de la suspensión de los flujos internacionales hacia los países emergentes producto de la crisis asiática, defiende la restricción de encaje en consideración a «que las corrientes financieras internacionales continúan alcanzando gran significación, acentuándose en los últimos meses su magnitud y volatilidad, y que la labor estabilizadora llevada a cabo por el BC mediante su política monetaria y cambiaria se haría en extremo compleja en un ambiente de mayor permisibilidad hacia la entrada de flujos financieros internacionales al país; lo que podría repercutir negativamente en el logro de sus objetivos de estabilidad interna y externa».

**Circulares emitidas por el Banco
Central con respecto al encaje a los créditos externos**

Circular	Fecha	Resolución relevante
129	2/7/91	Establece la norma de encaje y el monto de 20%.
204	1/7/92	Define el reembolso del encaje a partir de un año, independiente del plazo convenido para el crédito.
228	19/8/92	Aumenta el encaje de 20% a 30%.
440	21/12/95	Dispone como única institución de custodia de la garantía al BC. Antes, el encaje podía permanecer en cualquier entidad financiera formal.
506	6/12/96	Se eximen de encaje las operaciones inferiores a 200.000 dólares realizadas una vez al año por cada agente.
599	26/6/98	Disminuye el encaje de 30% a 10%.
617	16/9/98	Elimina el encaje.

Como puede apreciarse en la secuencia de las resoluciones concernientes al encaje, esta política y la de restricción a la repatriación de capitales, han tenido un rol preventivo importante en la estabilidad de la economía chilena, esencialmente porque se ha planteado de manera contracíclica y ha operado en el marco de flexibilidad que se requiere para estos efectos. Es decir, los aumentos de encaje se han producido cuando hay mayor afluencia de capitales de corto plazo (1992) y se ha reducido o eliminado cuando se reducen los créditos hacia los mercados emergentes (1998).

Por otra parte, hay un segundo objetivo implícito en la política de encaje porque equivale a un gravamen cuya carga es función inversa del plazo del financiamiento total inicial. Este instrumento opera también encareciendo los costos de corto plazo, evitando el arbitraje externo sobre el diferencial de tasas de interés. En definitiva, permite que las tasas referenciales de interés del BC no se vean cooptadas por los capitales internacionales además de ser un instrumento que ayuda a frenar la especulación, propia de ciertos capitales de corto plazo.

Todo esto permitió cambiar la estructura o composición de las acreencias externas sobre Chile, incrementándose la participación del capital de riesgo en relación con el endeudamiento externo y el de largo plazo con respecto al de corto plazo.

A modo de conclusión

La crítica situación mexicana de fines de 1994 pasó desapercibida para el mercado chileno porque hubo una rebaja de los flujos de capital de corto plazo que no alcanzaba a crear desequilibrios en el mercado financiero, en la medida que el BC disponía de reservas suficientes para mantener el tipo de cambio bajo control (sistema de banda flexible) y que los flujos de capital de largo plazo, especialmente por concepto de inversión productiva, continuaron creciendo independientemente de la coyuntura financiera regional.

Es posible concluir que las políticas de regulación de los flujos financieros serán más eficientes si, simultáneamente, se reduce la vulnerabilidad que, en este caso puede asociarse al indicador de proporción de deuda de corto plazo con respecto a las reservas monetarias. En efecto, en el momento de esa crisis los indicadores chilenos no perdían el dinamismo del ciclo. Por ejemplo, el PIB creció en 10,6% en 1995, el DCC se redujo a -2,1% del PIB, el peso se apreció en cerca de 10% en términos reales, es decir, una situación completamente diferente a la mexicana porque la vulnerabilidad ante el flujo de capitales y la consistencia de los fundamentos económicos básicos implicaron una capacidad de reacción distinta en uno y otro país.

Los impactos de la crisis asiática (1997-1998), en cambio, fueron sentidos con mayor fuerza por la economía chilena pero, pese a todo, no contaminaron al sistema financiero en sí, sino a la relación gasto-producto gatillada por un deterioro de los términos de intercambio (13%) que se reflejó en una caída de las exportaciones (12%) y en un aumento del DCC (-6,3% del PIB), lo cual era insostenible para la coherencia macroeconómica futura. La reducción de los flujos de inversión en Chile, correspondieron mucho más al conocido efecto «manada» imperante entre las agencias de inversión internacionales, antes que en una apreciación específica sobre el mercado chileno.

La imagen de homogeneidad acerca de los mercados emergentes entre estos inversionistas que, en general, les impide diferenciar entre Rusia o Chile o

entre Brasil y Tailandia perjudica y profundiza las corridas financieras. Esto explica la reducción de las inversiones de corto plazo observadas en el cuadro 1. Sin embargo, la globalización y la concentración de los manejos de recursos internacionales en pocas agencias de inversión obliga a éstas a retirar los fondos de terceros países para asumir las pérdidas en algún país emergente y, de este modo, cumplir con los compromisos que ellos tienen con sus clientes (principalmente, las grandes compañías de seguros –previsionales, salud, etc.– del mundo). Es decir, el efecto contagio obedece en ciertos casos (o adicionalmente) a una lógica de empresa, además de a una evaluación de las economías afectadas.

En el marco de un peligroso aumento del DCC en Chile, la autoridad reaccionó aumentando significativamente las tasas de interés (de 6% a 14% en pocos meses) para reducir el gasto y, consecuentemente, morigerar el DCC. Este aumento de tasas no influyó en los movimientos de capitales, pero tuvo impactos muy severos sobre el PIB, que en 1999 tendrá un resultado próximo a -0,5%, mientras que el promedio en el resto de la década fue de +7%.

Esto muestra que los capitales no necesariamente reaccionan frente a un único estímulo de mercado como son naturalmente las tasas de interés, sino evaluando un conjunto de factores que tienen que ver con la estabilidad económica y política. En este caso, el continuo aumento de la inversión extranjera se vio estimulado por traspasos de activos (oportunidades de ventas en áreas claves como energía y banca) y no fueron orientados a capitales especulativos de corto plazo. Por lo demás, la deuda neta de Chile –descontada la inversión chilena en el exterior– es de apenas unos 10.000 millones de dólares y, el mercado financiero de largo plazo, considerando solo a las Administradoras de Fondos de Pensiones, se sitúa en una cifra similar a la de la deuda externa, lo cual es otro elemento de seguridad para la inversión externa.

Por su parte, la eliminación de la restricción del encaje se explica porque los flujos reales de capitales de corto plazo observados a fines del decenio no intervienen en las cuentas internas relevantes. Esta eliminación, como lo afirmó el propio presidente del BC, es sin perjuicio de que el mecanismo pueda restablecerse en el futuro si fuese necesario. De este modo, se asume un manejo flexible del instrumental de regulación financiera.

El análisis de la economía chilena no muestra una relación directa entre los instrumentos de regulación y los flujos de capital. De hecho, la proporción de deuda de corto plazo se mantuvo constante ante variaciones en los encajes. En el momento en que éstos descienden tampoco aumenta ese flujo. Sin embargo, todo indica que de no haber existido esta restricción la proporción habría sido diferente, como ocurrió en la crisis de principios de los años 80, recreándose una tendencia de alta vulnerabilidad.

En cambio, los datos examinados permiten concluir que no es obvio que, por llevar a cabo una apertura financiera total y rápida, se integre efectivamen-

te a los mercados de capital; también influye la situación riesgo-país y las expectativas acerca de la devaluación interna. En esto radica la importancia de un esquema macroeconómico coherente e integral en que se combinen adecuadamente los controles regulatorios y la supervisión con la apertura.

De hecho, la regulación no debe ahuyentar la inversión extranjera. Para las economías pequeñas es trascendental disponer de ahorro externo para la inversión que, en el caso comentado, permitieron absorber *shocks* transitorios en términos de intercambio. Ahora bien, esto implica mantener un esquema general de apertura financiera, cuyo riesgo asociado es la reducción de la autonomía de la política interna.

Chile se desenvuelve desde hace algún tiempo en la disyuntiva de apertura y regulación porque, además ha surgido la idea de que el país se constituya en una relevante plaza bursátil internacional (bolsa *off shore*), para lo cual sería necesario eliminar los controles de los flujos de capitales de corto y largo plazo, elaborar políticas que atraigan la instalación local de instituciones financieras, ampliar las alternativas de inversión institucionales y efectuar diversos convenios, como los de eliminación de doble tributación, con los países con intercambio comercial. Por otro lado, surgen posiciones que tienden a incrementar el control de flujos de inversión externa, por ejemplo, reduciendo la amplitud sectorial de esta inversión o asignando cupos según actividades, etc.

En efecto, en épocas de crisis surgen ideas acerca de los controles de capital como mecanismos más rápidos para estabilizar la moneda, reducir las tasas de interés y controlar el mercado accionario. Chile no necesitó utilizar instrumentos de esta naturaleza porque el sistema financiero no se vio afectado en su liquidez (falta de divisas en un momento) ni entró en insolvencia como sucedió en los países asiáticos a causa de un sistema de créditos mal enfocado, inversiones equivocadas y una gestión empresarial deficiente (Zang).

Para definir una situación ideal de combinación entre apertura y regulación cabe destacar que los riesgos de contagio de situaciones externas en economías pequeñas como la chilena provienen de la volatilidad general de los flujos de capital que se relaciona estrechamente con la integración de los mercados, especialmente financieros (efecto globalización), y de la simultaneidad y coincidencia de las grandes decisiones financieras internacionales (efecto manada). Chile redujo la volatilidad por la baja composición de deuda de corto plazo a deuda total y por el alto nivel de reservas internacionales.

Bibliografía

- Ocampo, J.A.: *La reforma del sistema financiero internacional: un debate en marcha*, FCE-Cepal, Santiago, 1999.
- Zahler, R.: *La política macroeconómica de Chile en los años 90: la visión del Banco Central*, Cepal, Santiago, LC/R 1771, 1997.
- Zang, Hyoungsoo: «Proposals for the Reform of International Financial Architecture: Korea's Perspectives» en *Studies on International Financial Architecture*, FES, Bonn, 1999.