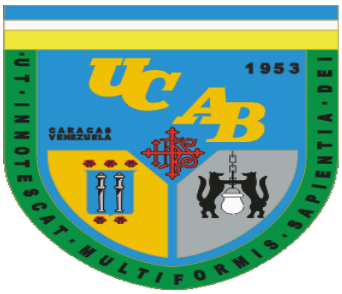


UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO
VICERRECTORADO ACADÉMICO
ESTUDIOS DE POSTGRADO
ÁREA DE CIENCIAS ECONÓMICAS
POSTGRADO EN INSTITUCIONES FINANCIERAS

Tesis de Grado

ANALISIS COMPARATIVO DE MODELOS DE CONTROL SELECTIVO DE CAPITALES. CASOS: CHILE Y LA REPÚBLICA CHECA (PERIODO DE ESTUDIO: 1995-2000).

Presentado por

Ing. Ulises Enrique Urdaneta Durán

c.i. 5.139.338

Para optar al título de

Magíster en Instituciones Financieras,

Mención Finanzas Internacionales.

Tutor

Prof. Víctor Olivo

Caracas, abril 2011

UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO
VICERRECTORADO ACADÉMICO
ESTUDIOS DE POSTGRADO
ÁREA DE CIENCIAS ECONÓMICAS
POSTGRADO EN INSTITUCIONES FINANCIERAS

Tesis de Grado

ANÀLISIS COMPARATIVO DE MODELOS DE CONTROL SELECTIVO DE CAPITALES. CASOS: CHILE Y LA REPÚBLICA CHECA (PERIODO DE ESTUDIO: 1995-2000).

Presentado por

Ing. Ulises Enrique Urdaneta Durán

c.i. 5.139.338

Para optar al título de

Magíster en Instituciones Financieras,

Mención Finanzas Internacionales.

Resumen

La presente investigación muestra un análisis comparativo de los controles selectivos aplicados a los influjos de capital en Chile y la República Checa, durante el periodo 1995-2000. Se concluye que los controles selectivos de capitales, por sí solos, no parecen generar estabilidad en las principales variables macroeconómicas que caracterizan a un país. La evidencia empírica parece indicar que el equilibrio económico depende, esencialmente, de un conjunto armónico de políticas integradas.

Términos clave: Controles Selectivos de Capitales, Influjo de Capitales, Variables Macroeconómicas, Equilibrio Económico.

CONTENIDO Pag.

I INTRODUCCIÓN 5

II LIBERALIZACIÓN DE LA CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA 6

2.1. Ventajas de la Liberalización de la Cuenta de Capital y Financiera 8

2.2. Desventajas de la Liberalización de la Cuenta de Capital y Financiera 9

III ALTERNATIVAS PARA MODERAR LA LIBERALIZACIÓN DE LA CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA 11

3.1. Controles de Capital 13

3.1.1. Control Selectivo de Capitales 16

3.1.2. Control Selectivo de Capitales que Limita Influjos de Corto Plazo 17

3.2. Encaje No Remunerado de Chile 18

3.2.1. Descripción del Encaje No Remunerado (ENR) Chileno 20

3.2.2. Breve Historia Macroeconómica del ENR Chileno 22

3.3. República Checa: Influjos de Capital y Respuestas de Política Económica 24

3.3.1. Restricción Cuantitativa de Capitales de la República Checa 26

3.4. Breve Revisión de la Literatura que Evalúa los Controles Selectivos de Capitales 26

IV EVALUACIÓN EMPÍRICA DE LOS CONTROLES SELECTIVOS DE CAPITALES APLICADOS EN CHILE Y LA REPÚBLICA CHECA 32

4.1. Variables Seleccionadas 32

4.2. Síntesis de la Metodología Aplicada 32

4.3. Evaluación de Datos y Análisis de Resultados Obtenidos 34

V CONCLUSIONES 48

REFERENCIAS 52

GRÁFICOS

i) Cuenta de Capital y Financiera como % del PIB 34

ii) Inversión Directa Neta como % del PIB 37

iii) Índice de Tipo de Cambio Real Efectivo 39

iv) Tasa de Interés de Corto Plazo (%) 41

v) Tasa de Inflación (Variación % IPC) 44

vi) Tasa de crecimiento del PIB real (variación%) 46

ANEXOS

Cuadro y Gráfico 1: Cuenta de Capital y Financiera como % del PIB 54

Cuadro y Gráfico 2: Cuenta Corriente como % del PIB 55

Cuadro y Gráfico 3: Inversión Directa Neta como % del PIB 56

Cuadro y Gráfico 4: Tasa de Crecimiento PIB Real (%) 57

Cuadro y Gráfico 5: Inversión Directa Flujos de Entrada (% PIB) 58

Cuadro y Gráfico 6: Tasa de Inflación (Variación % IPC) 59

Cuadro y Gráfico 7: Índice de Tipo de Cambio Real Efectivo 60

Cuadro y Gráfico 8: Tasa de Interés Corto Plazo (%) 61

I. INTRODUCCIÓN

Los flujos financieros internacionales de capital privado de corto plazo han demostrado ser, según Bustelo, García y Olivié (2000), volátiles, inestables, desestabilizadores y especulativos, debido a su naturaleza de reversibilidad súbita, causando graves distorsiones económicas en su tránsito por los países en los cuales circulan libremente, llegando incluso al extremo de ocasionar crisis financieras internacionales, toda vez que, a través del efecto contagio, no sólo afectan aisladamente alguna economía en particular, sino también, bajo el efecto de propagación, se produce la transmisión, de la crisis, en especial, hacia economías que los agentes económicos perciben como de características similares.

En tal sentido, y de acuerdo con lo expresado por Vilas (2001), se han formulado diversas propuestas para restringir parcial o totalmente el movimiento internacional de capitales, con el objetivo de procurar la reducción de los niveles de fragilidad financiera. Estas propuestas consisten básicamente en la aplicación de medidas de control a la entrada o salida de capitales, con el objeto de evitar, al menos en el corto plazo, el desencadenamiento de efectos económicos perversos que conducen a exacerbar los desequilibrios y producir recesiones económicas sistémicas que ocasionan severos desajustes macroeconómicos de impacto global.

Precisamente, el propósito de la presente investigación es analizar comparativamente dos modelos de control selectivo de capitales, de naturaleza diferente, específicamente los aplicados en Chile durante el periodo 1991-1998 y en la República Checa durante el periodo 1995-1997, los cuales constituyeron mecanismos con propuestas de contención de influjos de capitales internacionales privados de corto plazo. Con este análisis comparativo, esta investigación se plantea producir conocimientos adicionales en materia de controles de capitales internacionales, conocimientos que permitan contribuir a la determinación de la efectividad de dichos controles. En el caso de Chile se aplicó el Encaje no Remunerado (ENR); mientras que en el caso de la República Checa se aplicó la restricción cuantitativa de capitales. A tal efecto, se estableció como periodo de estudio el lapso comprendido entre 1995 y

2000, lapso en el cual se sintió la mayor repercusión de las dos crisis financieras internacionales desarrolladas para la época, México y Sudeste Asiático, las cuales experimentaron gran alcance y magnitud a nivel mundial, representando "shocks" externos de alto impacto y, por lo tanto, un entorno crítico para medir la efectividad de los mecanismos de control de capitales.

Por consiguiente, se procedió a caracterizar las economías chilena y checa, a través de la selección de las variables macroeconómicas fundamentales que representaron la realidad económica de dichos países para ese periodo, se efectuó el levantamiento y organización de la información y la medición estadística, de tendencia central y variabilidad, para el análisis comparativo de los datos recolectados, con el objeto de evaluar el impacto macroeconómico causado por el volumen de flujos de capitales que ingresaron a dichas economías en el contexto de la vigencia de sus respectivos controles selectivos de capitales.

La presentación del trabajo se estructuró de la siguiente forma: La Sección I Introducción.

En la sección II se describe el proceso de apertura global de la cuenta de capital y financiera, ventajas y desventajas de la apertura de la cuenta de capital y financiera.

La sección III plantea las principales alternativas adoptadas comúnmente para moderar los efectos de los procesos de liberalización de la cuenta de capital y financiera.

La sección IV presenta información acerca de la evaluación empírica de los controles selectivos de capitales aplicados en Chile y la República Checa.

Finalmente, en la sección V se abordan las conclusiones concernientes a los resultados de la investigación.

II. LIBERALIZACIÓN DE LA CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA

Bustelo y otros (2000), afirman que la globalización financiera ha hecho posible que los países del tercer mundo dispongan de fuentes crecientes de financiación externa privada. Blair (2003), por su parte, complementa esta idea afirmando que la

liberalización de la cuenta de capital y financiera ha sido considerada como un paso previo de ejecución fundamental para la transición de países pobres hacia el desarrollo económico. En concreto este mismo autor argumenta que la liberalización de la cuenta de capital y financiera permite el flujo de recursos financieros desde países con capital abundante, en los cuales las tasas esperadas de retorno son bajas, hacia países con escasez de capital donde el retorno es más elevado. En este mismo orden de ideas, Fischer (1997), confirma que los flujos de capital internacional continuarán incrementándose, toda vez que los portafolios de inversión de las economías avanzadas persisten en la búsqueda de la máxima diversificación internacional, así como también, los residentes de economías en desarrollo persisten en invertir en los mercados de capitales de economías avanzadas con el fin de optimizar el beneficio de sus recursos invertidos. Igualmente, constituye un estímulo para la diversificación, el ascendente nivel de difusión de información acerca del potencial de las economías emergentes, la importante reducción de los costos transaccionales que representan y el grado de sofisticación alcanzado en sus respectivos mercados de valores en los últimos tiempos. El mencionado autor advierte que aunque los flujos de capitales internacionales proveen nuevas oportunidades de financiamiento significativo, también representan desafíos críticos y riesgos para países y para el sistema monetario internacional.

A manera de breve síntesis histórica, Fanelli (1998), comenta que hacia finales de la década de los setenta, el control sobre las transacciones de capital y la "represión financiera" de los mercados nacionales, política económica típica de la postguerra, comenzó a ceder paso a los mercados desregulados y de libre convertibilidad, debido a la creciente cantidad de países que emprendieron iniciativas liberalizadoras. En consecuencia, en los países industrializados, a mediados de los noventa, el proceso de liberalización de la cuenta de capital y financiera y convertibilidad plena había culminado; mientras que, en el mundo en desarrollo, los países experimentaban entre sistemas de liberalización rápida y liberalización gradual de la cuenta de capital y financiera. En este contexto, concede especial atención al planteamiento sobre la posibilidad de que los mercados financieros alcancen equilibrios dinámicamente

estables en un entorno de desregulación y ausencia de controles a los movimientos de capital, en el entendido de que la liberalización financiera y la eliminación de controles sobre la cuenta de capital y financiera son favorables a la profundización financiera en la medida en que contribuyen a remover la incertidumbre y mejoran la infraestructura institucional.

2.1. Ventajas de la Liberalización de la Cuenta de Capital y Financiera

Montiel (2003), indica que el principal argumento para la liberalización de los flujos de capital se asocia con la ampliación de la integración financiera a través de los mercados de capitales a nivel mundial. En tal sentido, señala que la remoción de las restricciones a los movimientos de capital crea importantes beneficios económicos, entre los que menciona el incremento de la riqueza nacional al permitir que las firmas domésticas financien proyectos de inversión con tasas de retorno superiores al costo de apalancarse con créditos externos, así como también al permitir que los ahorristas domésticos puedan invertir en activos internacionales que les proporcionen mayores rendimientos. Otras ventajas consideradas por Montiel, consiste en que la apertura financiera otorga la posibilidad a los residentes domésticos de diversificar los portafolios de inversión sin sacrificar las tasas de retorno esperadas, apoyo al proceso de reformas financieras al promover la eficiencia en la intermediación mediante el incremento de la competencia en el sector y la imposición de disciplina macroeconómica de los gobiernos con el objeto de reducir la predisposición hacia a socialización de las pérdidas a través de impuestos discrecionales.

Fischer (1997), presenta dos argumentos principales a favor de la liberalización de la cuenta de capitales. El primero, es que constituye un paso inevitable para alcanzar el desarrollo, por lo tanto, todos los países en vías de desarrollo deben adoptarla. De hecho, las economías más avanzadas practican la plena apertura de su respectiva cuenta de capital. El segundo argumento consiste en que el libre movimiento de capitales facilita la más eficiente distribución del ahorro de los países, canalizando los recursos hacia su uso más productivo, incrementando los niveles de crecimiento

económico y de bienestar social. Este autor expresa que desde la perspectiva individual de cada país, existe el beneficio potencial de ser receptor de fondos de inversión, a la vez que sus respectivos residentes domésticos acceden a mercados financieros extranjeros; mientras que, desde la perspectiva de la economía internacional, la apertura de la cuenta de capital apoya el sistema multilateral de transacciones, amplificando los canales de financiamiento para el comercio y la inversión, al mismo tiempo que se atienden niveles de ingresos a mayor escala. Adicionalmente, comenta que los flujos financieros internacionales de capital privado brindan oportunidades de diversificación de los portafolios de inversión ajustados a los perfiles de riesgo-retorno requeridos, así como también, incrementan la eficiencia de los sistemas financieros domésticos al acceder a tecnologías sofisticadas con el propósito de impulsar el crecimiento económico con la competitividad requerida para lograr estabilidad en el proceso de liberalización de la cuenta corriente. Finalmente, las técnicas financieras introducidas por nuevos participantes en los mercados domésticos optimizan la totalidad del sistema financiero.

Blair (2003), agrega como ventaja a la liberalización de la cuenta de capital y financiera que el flujo de recursos hacia economías liberalizadas reducen el costo del capital, incrementan la inversión y la producción. Este argumento complementa el razonamiento de Fischer y es coincidente con lo expuesto por Bustelo y otros, en el sentido de que la liberalización financiera provee una fuente creciente de recursos externos privados para economías en desarrollo, normalmente deficientes de fondos abundantes para financiar sus necesidades de desarrollo.

2.2. Desventajas de la Liberalización de la Cuenta de Capital y Financiera

De acuerdo con lo expresado por éstos últimos autores descritos al final del párrafo anterior, con la única excepción de la inversión directa, los flujos de capital hacia países del tercer mundo son potencialmente reversibles, ya que, una parte creciente de la financiación hacia esos países receptores corresponde a flujos de corto plazo, los cuales, por naturaleza, han demostrado ser volátiles y desestabiliza-

dores. En tal sentido, opinan que la inversión extranjera de cartera es intrínsecamente inestable, razonando su afirmación, de acuerdo con los siguientes criterios: en primer lugar, los inversores optan por instrumentos que les proporcionen una elevada liquidez y una salida rápida, de manera que tienden a invertir en acciones bursátiles y a fijar sus posiciones escalonadamente a corto plazo. En segundo lugar, argumentan que los inversores prefieren diversificar geográficamente su cartera, en vez de buscar más información y de obtener más control sobre la inversión en un país determinado. En tercer lugar, puesto que la competencia entre los fondos de inversión es intensa, éstos ofrecen a sus clientes colocaciones de alto rendimiento y elevado riesgo. Igualmente, estos autores, afirman que la globalización financiera ha contribuido a aumentar el riesgo y la volatilidad en los mercados financieros internacionales debido a la cada vez mayor asimetría de la información y al creciente uso de instrumentos derivados y de alto grado de apalancamiento que presentan algunos fondos internacionales de inversión.

Otra de las desventajas que expuestas por ellos es con respecto a la liberalización de la cuenta de capital y financiera, es que propende hacia una tendencia deflacionaria en la economía mundial relacionada con el efecto depresivo sobre el consumo interior de los países ricos debido al aumento del desempleo en sectores intensivos en mano de obra situación que ejerce presión a la baja sobre los salarios, crecimiento de la tasa de ahorro, redistribución regresiva de la renta, desequilibrios presupuestarios por incremento de las demandas de prestaciones por desempleo y demás factores causantes de desajustes macroeconómicos e inestabilidad financiera que pueden constituirse en factores detonantes de crisis cambiarias, bancarias o de deuda, dependiendo de la cuantía y estructura, magnitud y composición de las entradas y salidas de capital y del grado de celeridad en el proceso de liberalización financiera.

Por su parte Blair (2003), manifiesta que la liberalización de la cuenta de capitales produce la atracción de flujos financieros internacionales de capital privado con carácter especulativo que incrementan la posibilidad de potenciales crisis financieras, por lo cual, los capitales captados no siempre contribuyen con efectos positivos en términos de inversión, producción y cualquier otra variable real asociada a bienestar.

Estos flujos financieros internacionales de capital privado demuestran aguda sensibilidad a las políticas macroeconómicas adoptadas por los países, al grado de solidez percibido por los agentes económicos con respecto al sistema bancario doméstico y al desarrollo de eventos económicos y políticos imprevistos. Explica el mismo autor que ante una situación de influjos financieros excesivos, el mercado, en un principio, retarda su reacción, para luego reaccionar rápida y excesivamente. Esta sobrerreacción de los mercados normalmente se convierte en propagación de los efectos desestabilizadores de la economía, a través del efecto contagio, propiciando crisis entre mercados relacionados. El sistema bancario se debilita, se producen ataques especulativos a la moneda doméstica, se impactan las reservas internacionales y las autoridades económicas se ven forzadas a decretar devaluación de la moneda doméstica y a endurecer la política monetaria a través de elevadas tasas de interés.

Otra desventaja referente a la liberalización de la cuenta de capital y financiera, la señala Fanelli (1998), cuando apunta hacia la caída del ahorro nacional y surgimiento de déficit crecientes de la cuenta corriente que se desencadenan con la implementación de las reformas, que conllevan a la ocurrencia de crisis financieras y ataques especulativos sobre la moneda doméstica. Respecto a esta afirmación, también señala que el elevado nivel de incertidumbre generado por la volatilidad macroeconómica y las debilidades institucionales es la causa principal de la desintermediación y fragilidad financiera y de ocurrencia de crisis financieras en entornos donde la expansión macroeconómica no es acompañada por oportunas medidas de política económica, principalmente en cuanto a la correcta estructuración y dimensionamiento del sistema financiero y controles adecuados para el manejo eficiente del riesgo bancario.

III. ALTERNATIVAS PARA MODERAR LA LIBERALIZACIÓN DE LA CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA

De acuerdo con el enfoque de Fischer (1997), la respuesta apropiada de las autoridades económicas de un país con el propósito de moderar los efectos de la liberalización de la cuenta de capital y financiera, consiste en evitar la aplicación de

Políticas que causen una reversión súbita del flujo de capitales, debiendo más bien fortalecer la estructura de la economía y su esquema de medidas para minimizar su vulnerabilidad ante cambios súbitos en las expectativas de los agentes económicos en el mercado. En concreto, las medidas de política económica que recomienda dicho autor son las siguientes:

- Sólidos fundamentos macroeconómicos
- Fortalecimiento del sistema financiero doméstico
- Difusión de información macroeconómica a los mercados
- Estricta supervisión y regulaciones preventivas prudenciales
- Liberalización gradual, ordenada y apropiada de la cuenta de capital y financiera (aplicación de controles de capital durante la transición).

En relación con este tema, Bustelo y otros (2000), señalan medidas que, a su juicio, son necesarias para reducir el impacto de las desventajas asociadas a la inestabilidad económica y monetaria a escala internacional y crisis recurrentes motivadas al tipo vigente de globalización financiera. Tales medidas comprenden un proceso de liberalización financiera gradual y cautelosa para gestionarla, regularla o administrarla de la manera más adecuada. Entre estas medidas, se pueden citar:

- Transparencia en la información sobre endeudamiento externo y calidad de la cartera de crédito de los bancos.
- Regulación y supervisión de cumplimiento de coeficiente de reservas y normas de capitalización
- Nueva arquitectura financiera internacional
- Controles de capital

Por cierto, Stiglitz (1999), en relación con este punto específico de los sistemas de regulación y supervisión, propone las siguientes medidas:

- Límites al grado de exposición a las deudas en moneda extranjera (especialmente a corto plazo)
- Valoración de ese grado de exposición a las empresas a las que prestan los bancos (e imposición de un mayor tipo de interés a las empresas con altas deudas externas no

cubiertas y con elevados cocientes deuda/activos).

- Restricciones a los créditos para financiar actividades inmobiliarias y otra forma de préstamos riesgosos (o más en general a los préstamos en moneda nacional, a largo plazo y en activos no comercializables).
- Límites al ritmo de crecimiento del crédito bancario.
- Requisitos de capitalización ajustados al riesgo.

Por su parte, Fanelli (1998), argumenta que para asegurar la estabilidad en casos de liberalización financiera, puede ser necesario inducir en el corto plazo lo que él mismo denomina un cierto grado de represión financiera amigable o armónica con el mercado aún cuando el objetivo último sea obtener una estructura de mercado con un mínimo de intervenciones. En tal sentido, hace alusión a los controles de capital como mecanismos de relevancia para restringir los flujos de entrada de fondos de corto plazo y para regular la expansión del crédito de consumo durante el auge que tiende a coincidir con las primeras etapas de la liberalización financiera.

3.1. Controles de Capital

"Las restricciones en los influjos y salidas de capitales aíslan de la competencia externa al sistema financiero doméstico" (Montiel, 2003, p. 217). Las restricciones a las salidas de capitales previenen contra la exportación de los ahorros del público, creándose así una demanda cautiva para los pasivos del sistema financiero doméstico; mientras que las restricciones a los influjos de capitales crean un mercado cautivo para los préstamos (activos) del sistema financiero doméstico.

En la década de los noventa, caracterizada por la reanimación de los flujos de capital hacia un conjunto de países en desarrollo y economías en transición, el estudio de las regulaciones de la cuenta capital recibió un nuevo impulso. La creciente oferta de capitales planteó problemas complejos a la política cambiaria y monetaria. "Ante la escasez de instrumentos, muchos países recurrieron a controles y regulaciones de los flujos de capital con la intención de suavizar las fluctuaciones del nivel de actividad, asegurar la estabilidad financiera y mitigar el desequilibrio de la cuenta corriente"

(Fanelli, 1998, p. 1). Precisamente, la crisis financiera de México (1994) y la del Sudeste Asiático (1997), episodios de avanzados desequilibrios de balanzas de pagos, subsiguientes a periodos sostenidos de entradas netas de capitales, contribuyeron a potenciar el interés en la regulación de los movimientos de capital como elementos que propenden hacia la estabilidad macroeconómica y financiera.

En la medida en que la economía global comienza a recuperarse de la crisis financiera, los capitales se están desplazando nuevamente hacia las economías emergentes (Ostry, Gosh, Habermeir, Chamon, Qureshi y Reinhardt, 2010). Sin embargo, como lo refieren los autores antes mencionados, existe preocupación entre las economías emergentes en el sentido que el auge en los influjos de capitales pudiera causar distorsiones en sus respectivas economías, ya que gran parte de estos flujos se perciben como temporales, dada la posibilidad de reversarse hacia las economías avanzadas, una vez que en éstas se normalice el nivel de las tasas de interés. Adicionalmente comentan que el uso de controles de capital puede ser un componente legítimo de las políticas económicas de respuesta al auge súbito de influjos masivos de capitales en aquellas economías que presenten comportamiento macroeconómico estable, siempre y cuando, se use como herramienta de aplicación transitoria adecuada para moderar eficientemente los efectos producidos por dichos flujos financieros internacionales. Agregan estos autores que existen básicamente dos razones principales por las cuales los gobiernos imponen controles de capital: limitar la exposición del tipo de cambio hacia excesiva apreciación y limitar la exposición de la economía hacia una excesiva vulnerabilidad a crisis financieras por incurrir en riesgos de inadecuados pasivos externos de corto plazo.

Tomando en consideración lo expuesto por Mathieson y Rojas-Suárez (1993) las restricciones a la cuenta de capital y financiera han sido justificadas desde los siguientes puntos de vista: (1) administrar crisis de balanza de pago o tipo de cambio inestable generados por excesiva volatilidad asociada a los flujos de capital de corto plazo (2) garantizar que el ahorro doméstico se emplee en el financiamiento de inversiones domésticas y para limitar la propiedad extranjera sobre factores de producción domésticos (3) permitir a las autoridades económicas domésticas gravar

las actividades financieras, los ingresos y la riqueza (4) prevenir que los flujos de capital alteren los programas de reforma para estabilidad estructural de la economía.

En tal sentido, diferentes autores han estado exhibiendo importantes niveles de preocupación acerca de la creciente inestabilidad del sistema financiero internacional como consecuencia de la movilidad de capital derivada de los procesos de globalización.

En relación con este tema, Edwards (1999), en su trabajo titulado "How effective are capital controls?" señala que, por una parte, Krugman, en el año 1999, sostuvo la necesidad de que ciertos países acudieran a la limitación de flujos de capitales, dadas sus inconveniencias de adoptar sistemas de unidad monetaria o de libre flotación de su tipo de cambio; mientras que, por otra parte, Stiglitz, también en 1999, manifestó que los países en desarrollo, para gerenciar adecuadamente la volatilidad de los mercados, debían considerar políticas para la estabilización de la economía, entre las que podrían incluirse medidas para la limitación de los flujos de capitales.

En este mismo orden de ideas, de acuerdo con el documento de trabajo publicado por el Fondo Monetario Internacional, titulado "Capital controls: Country experiences with their use and liberalization" (2000), las cuantiosas magnitudes de influjos de capital que se reversaron en las crisis financieras de Asia, Rusia y Latinoamérica, suscitaron un renovado interés en los controles de capitales como medida de política económica para procurar la reducción de la volatilidad en los movimientos de los flujos financieros internacionales.

En primer lugar, agrega este documento, uno de los principales argumentos utilizados por los formuladores de política económica para implementar controles de capitales consiste en armonizar el cumplimiento de objetivos domésticos en materia cambiaria y monetaria, en especial, cuando se adopta un régimen de tipo de cambio fijo o fuertemente intervenido (administrado). De esta manera, se facilita la preservación de la autonomía de la autoridad monetaria y se reducen presiones sobre el tipo de cambio. Otra motivación relacionada con la justificación de la aplicación de los controles de capitales, se sustenta en la preservación de la estabilidad financiera y monetaria en un contexto de economías altamente expuestas al riesgo de tránsito de

persistentes flujos de capitales, lo cual arroja preocupaciones sobre consecuencias inflacionarias, así como también contra excesiva exposición al riesgo cambiario incurrido por instituciones bancarias y sectores corporativos de la economía real que, ante un escenario de tipo de cambio implícito casi fijo, incrementan cuantiosamente sus posiciones de pasivos externos en divisas, sin protegerse a través de adecuada cobertura.

Finalmente, otro de los más comunes argumentos para implantar controles de capitales, es apoyar el proceso de represión financiera que le proporcione al gobierno la posibilidad de financiarse a bajo costo.

3.1.1. Control Selectivo de Capitales

En el mismo documento se señala que, en cuanto a controles indirectos de capitales, es decir, con orientación de mercado o basados en el mercado, los mismos persiguen desincentivar a los agentes económicos en su objetivo de transar capitales, toda vez, que se ven afectados por el aumento del costo de dicha operación. Sin embargo, las autoridades económicas disponen de un rango mayor de controles de capitales (directos e indirectos), pudiendo recurrir a impuestos, requerimientos de reservas no remuneradas, restricción cuantitativa de capitales y tipos de cambio múltiple que encarecen el precio de las transacciones de capitales.

De conformidad con el trabajo de Edwards antes citado, aunque la mayoría de los economistas se muestran escépticos sobre las medidas de política económica basadas en la imposición de límites a los flujos de capitales, también ha habido quienes cuestionan los beneficios de la libre movilidad de la cuenta de capital y financiera. En consecuencia, las discusiones acerca de la nueva arquitectura financiera internacional contemplan dos tipos de control para los movimientos de capital: controles a la salida de capitales y control a la entrada de capitales.

Sin embargo, aún cuando pueden aplicarse simultáneamente controles a la entrada y salida de capitales, el presente trabajo se focalizará en el control de capitales a la entrada (influjos de capitales), el cual constituye un control selectivo por concentrarse

precisamente y de manera exclusiva, en influjos de capitales, en otras palabras, control en un solo sentido.

Específicamente, de acuerdo con la clasificación antes referida, se considerará en el presente trabajo un control indirecto de capitales orientado hacia el mercado (Encaje no Remunerado chileno) y un control directo de capitales (restricción cuantitativa de capitales aplicado en la República Checa).

3.1.2. Control Selectivo de Capitales que Limita Influjos de Corto Plazo

De acuerdo con el documento de trabajo del Fondo Monetario Internacional "Capital controls: Country experiences with their use and liberalization" (2000) las entradas de flujos financieros internacionales de capital privado de corto plazo, bajo la perspectiva de las autoridades económicas, son normalmente percibidas como de naturaleza más riesgosa, especulativa y desestabilizadora de las principales variables macroeconómicas, con respecto a los influjos de largo plazo, ya que pueden producir considerables desajustes macroeconómicos en las mismas.

En consecuencia, este tipo de control selectivo de capitales, aplicados exclusivamente a los influjos financieros de corto plazo, se impuso como respuesta a las preocupaciones surgidas acerca de las implicaciones macroeconómicas asociadas al incremento del tamaño, volumen y volatilidad de los flujos de capital desplazados hacia las economías emergentes durante los años 1990.

La dirección adoptada por estos flujos estaba influenciada por diferentes factores, tales como, la implementación de programas de reforma para la transformación estructural de las economías, liberalización de transacciones externas en Cuenta Corriente y Cuenta de Capital de la Balanza de Pagos, altos diferenciales de la tasa de interés doméstica respecto a la tasa de interés externa en un contexto de regímenes de tipo de cambio fijo o fuertemente intervenido (flotación administrada) que brindaba a los mercados una falsa sensación de seguridad, y operaciones de esterilización de liquidez monetaria, que de manera contraproducente, atraían mayores influjos de capital.

Respecto a este tipo de control selectivo de capitales, Edwards (1999), comenta que, como consecuencia de la crisis financiera del Sudeste Asiático, se incrementó la opinión favorable hacia el control de influjos financieros como una forma de proteger a las economías emergentes contra la especulación internacional y para prevenir futuras crisis financieras, permitiendo, a la vez, que las autoridades económicas emprendan medidas de política monetaria independiente.

En definitiva, el control selectivo sobre flujos financieros internacionales de capital privado de corto plazo plantea desincentivar la activación de los mismos mientras se promueve la captación de fondos de largo plazo que coadyuven a alcanzar importantes logros en lo que se refiere al crecimiento y estabilidad macroeconómica.

3.2. Encaje No Remunerado de Chile

En la década de los 90, existía una cuantiosa oferta de fondos financieros externos líquidos disponibles hacia los mercados emergentes, y en especial hacia Chile, debido al entorno internacional positivo que presentaba y a los crecientes niveles de productividad que experimentaba su economía[1]. En tal sentido, Le Fort y Lehmann (2000), afirman lo siguiente:

> Desde 1990 hasta 1997, el flujo neto de capitales externos hacia Chile mostró niveles elevados, en promedio 7,3% del Producto Interno Bruto (PIB), claramente por encima del uso de financiamiento externo estimado como razonable y sostenible. De la misma manera, el gasto privado real, que representa más de 75% de la demanda agregada interna, muestra incrementos elevados durante el periodo 1990 - 97, que en promedio alcanza 10% anual, superando el incremento del gasto público y también del producto efectivo y potencial (p. 1).

Simultáneamente, en ese mismo periodo, como consecuencia de la afluencia masiva de capitales, el signo monetario chileno se vio continuamente presionado hacia su

[1] Edwards, De Gregorio y Valdés (2000) hallaron que entre 1987 y 1997el PIB chileno creció más del 7,5% anual, la productividad laboral creció un promedio de 4,5% anual; mientras que la inversión extranjera directa (IED) alcanzó niveles superiores al 30% en el año 1995.

apreciación. Según Edwards, De Gregorio y Valdés (2000) el tipo de cambio real se apreció entre 4 y 5% por año entre 1990 y 1997, aún cuando las exportaciones continuaron creciendo consistentemente.

Para compensar los efectos del incremento del gasto privado, el Banco Central de Chile procedió a ensayar una política monetaria restrictiva basada en objetivos de tasa de interés real, creando un diferencial de tasas de interés (tasa doméstica más elevada que la tasa externa) que a su vez, atraía fondos foráneos que impulsaban la expansión de la oferta monetaria, con lo cual, se diluía el efecto del ajuste, quedando, en consecuencia, afectada también la política monetaria, además de generarse presiones hacia la apreciación cambiaria: "las autoridades chilenas tenían el dilema de que una restricción de la política monetaria era eficaz para reducir la inflación, pero sacrificaba el objetivo de tipo de cambio real (TCR) en el corto plazo" (Soto y Valdés, 1996, p.81).

En este contexto de apreciación del tipo de cambio real y pérdida de control monetario, Edwards y otros, sostuvieron que la economía chilena, sin embargo, se proponía, dentro del marco de sus políticas económicas, intensificar su proceso de integración financiera global, pero articulándolo con un equilibrio macroeconómico sostenible, en especial, a nivel de sus cuentas externas, por lo cual, el Banco Central de Chile introdujo en junio de 1991, un Encaje no Remunerado (ENR) de carácter selectivo, a la entrada de capitales externos, como una forma de evitar que la elevación de las tasas de interés resultara en mayores influjos de capitales. El ENR implicaba un depósito obligatorio, en dólares y debía mantenerse por el lapso de un año, condiciones que encarecían el costo del financiamiento externo, afectando fundamentalmente el endeudamiento de corto plazo. Originalmente, el ENR fue aplicado con una tasa del 20% a todos los créditos nuevos. En 1992, el ENR fue aumentado a 30%, extendiendo la cobertura del control hacia los créditos asociados a la inversión extranjera directa. Posteriormente, en 1995: los ADR`s (American Depositary Receipts) fueron también objeto de control por parte de los ENR; mientras que en 1998, el Banco Central Chileno redujo los ENR a 10% finalizando junio, y luego, en septiembre, los ENR fueron establecidos en cero.

Entre los estudios que apoyan la efectividad del sistema de encajes a los ingresos de capital en Chile cabe mencionar Le Fort y Lehmann (2000), Edwards y otros (2000) y Valdés-Prieto y Soto (1996) presentan una visión diferente[2].

En función de lo descrito en el párrafo anterior se desprende que sobre este tipo de encaje se ha desarrollado una extensa literatura para debatir sobre los alcances y limitaciones del mismo. A favor del ENR se argumenta que la regulación de los movimientos internacionales de capital facilita la obtención de los objetivos de política económica, al reducir la interacción entre volatilidad cambiaria y flujos de capital que exacerba la fragilidad financiera que potencialmente puede resultar de las presiones expansivas que surgen ante una entrada masiva, pero transitoria, de capitales externos. Quienes detractan de este mecanismo argumentan que el ENR constituye una forma de intervencionismo que impone grados de dificultad en el acceso al financiamiento en el sector de la microeconomía, ya que encarece desproporcionadamente el costo del capital.

3.2.1. Descripción del Encaje No Remunerado (ENR) Chileno[3]

En junio de 1991 el Banco Central impuso una exigencia de encaje no remunerado (ENR) del 20% sobre los créditos externos, que cubría la mayor parte de los recibidos tanto por bancos residentes como por otras entidades no bancarias. Este ENR cubrió el intercambio de créditos de todos los mercados de monedas extranjeras legalmente establecidos.

Este control de capital se puede describir como un impuesto de Tobin asimétrico. Es como un impuesto de Tobin (Citado por Soto y Valdés 1978), porque el monto del impuesto es un porcentaje constante del tamaño del crédito, y no tiene que ver con su plazo. Esto implica que el impuesto de la tasa por unidad de tiempo es mayor para los créditos de plazo más corto. Es asimétrico porque grava sólo la entrada y no la salida

[2] Para mayor detalle de información, véase y Chiappe y Ocampo (2003).

[3] La siguiente descripción se basa en Soto y Valdés (1996)

de créditos.

Específicamente, la tasa del impuesto por unidad de tiempo implícita en un ENR es:

(1) $t = \frac{\text{interés perdido (\$)/monto de fondos que quedan para prestar (\$)}}{\text{Plazo hasta el vencimiento}}$

Lo que lleva a:

(2) $t = \frac{r(i^* + s)PM/(1-r)}{\text{Plazo}}$ Para las entradas de capital

Donde:

t = tasa del impuesto por unidad de tiempo, como porcentaje de los fondos disponibles para prestar.

r = tasa de encaje exigido. La Ley del Banco Central no permite que el promedio de todas las reservas requeridas, incluyendo aquellas sobre los depósitos domésticos, excedan un promedio del 40%.

i^* = tasa de interés nominal en moneda extranjera aplicable al periodo de mantención. Las reservas se podían mantener en una variedad de monedas, a discreción del solicitante del crédito, hasta casi el final del periodo.

s = margen sobre la tasa interbancaria cobrada por los acreedores extranjeros por los fondos marginales prestados a un arbitrador. Conceptualmente, el margen "s" no es un porcentaje parejo, sino una función del tamaño relativo de las garantías aceptadas por los prestamistas externos y el préstamo incluyendo reservas. En la práctica el margen se obtiene de la publicación de datos mensuales, que representan el margen promedio. Si (i^*+s) fuera el costo de tasa de interés para los fondos marginales, entonces t sería una tasa de impuestos marginal.

PM = periodo de mantención del encaje. Este se determinó mediante varias fórmulas durante el periodo, pero en la mayor parte del periodo fue igual a un año, cualquier fuera la duración del crédito. Al principio de la aplicación del ENR, PM fue de 90 días a créditos a menos de 90 días plazo, 1 año para créditos a más de un año, y la propia duración del crédito para plazos intermedios.

El rol del periodo de mantención es hacer que la tasa efectiva de impuesto por unidad de tiempo sea una función del tiempo hasta el vencimiento del crédito. Por ello, grava

los bonos externos de largo plazo a una tasa por periodo mucho menor que los créditos a 90 días. Por ejemplo, a la tasa de reserva inicial y con una tasa de interés externa del 5%, un bono internacional a 10 años pagó una sobretasa anual efectiva de (0,2/0,8)(1/10)(5%) = 0,125% anual, la cual es baja. Esta característica es la que justifica la denominación de este ENR como un control de capital "selectivo".

Casi desde el inicio del ENR, el Banco Central ofreció a los contribuyentes pagar un cargo único al comienzo sin necesidad de mantener reservas sin remuneración. Tal opción no estuvo disponible para los bancos respecto del stock de líneas de créditos comerciales para exportadores e importadores. El cargo único ha sido definido como la tasa LIBOR en dólares más una sobretasa, aplicada por el periodo de mantención correspondiente. La tasa del impuesto por unidad de tiempo a la entrada de capitales resultante es:

$t' = r(i_{dólar} + \text{sobretasa})(PM/\text{plazo})$

Obsérvese que (1 – r) no aparece en esta expresión. La sobretasa se ha fijado de modo tal que $t' = t$. Las estadísticas sugieren que en algunos trimestres t' es ligeramente superior a t, y surge la duda de por qué algún deudor quería optar por el cargo único en esos trimestres.

3.2.2. Breve Historia Macroeconómica del ENR Chileno[4]

Inicialmente, en junio de 1991, "r" fue fijada en 0,20. La cobertura inicial del ENR estuvo lejos de ser universal, a pesar de que se cubrieron líneas de crédito a bancos domésticos desde el principio, aun si los fondos eran prestados a los exportadores. Dos excepciones que se detectaron después fueron: (a) los créditos externos directos a exportadores de entidades no bancarias (anticipos) y el crédito directo equivalente para importadores; y (b) los préstamos de bancos nacionales a exportadores que fueron financiados con depósitos en moneda extranjera emitidos por el país.

Un mes más tarde, en julio de 1991, se ofreció una alternativa a mantener ENR: pagar

[4] Cronología basada en Soto y Valdés (1996)

un cargo único al comienzo. Las operaciones de crédito distintas a líneas de crédito tuvieron acceso a esta opción. Esta opción surgió porque muchos operadores reclamaron al Banco Central que las reservas exigidas provocaban grandes problemas de liquidez: tenían que endeudarse en 25% más para financiar la reserva exigida. Esto sugiere que el cargo único y el ENR no son sustitutos perfectos, de modo que pueden observarse las dos opciones en cualquier momento en el tiempo, no sólo la que permite una tasa del impuesto menor. Una posible explicación de esta tasa de sustitución podría ser que los acreedores extranjeros no aceptan fácilmente las reservas no remuneradas como garantía, en un contexto en que cada deudor tiene acceso a créditos externos sujetos a restricciones de cantidad.

El ENR fue establecido en un escenario donde se permitía al tipo de cambio fluctuar dentro de una banda estrecha, de +/- 2,5 puntos porcentuales. La tasa central se ajustó para mantener la paridad del poder adquisitivo. En este escenario, el rol principal del ENR fue permitir que la brecha entre la tasa de interés interna y externa pudiera aumentar.

En mayo de 1992, cuando la Reserva Federal redujo la tasa de interés en dólares a su récord más bajo, comenzaron a crearse expectativas de una nueva apreciación del peso chileno. El Banco Central respondió aumentando el impuesto efectivo asociado al ENR de cuatro maneras: (a) subió la tasa de reserva de 20% a 30%, primero sobre las líneas de crédito bancarias (mayo) y luego sobre los demás créditos (agosto); (b) subió el periodo mínimo de mantención a un año a partir de mayo; (c) subió el cargo único alternativo a LIBOR en dólares + 4,0%; y (d) amplió la cobertura del ENR a todos los créditos explícitos ligados con el comercio internacional.

En el segundo trimestre de 1993, la tasa de interés nominal para créditos en yenes cayó por debajo de la de en dólares. Esto hizo más atractivo para los arbitradores mantener las reservas exigidas en yenes que en dólares.

En octubre y noviembre de 1993, las expectativas de revaluación provocaron una entrada masiva de capitales, que forzó al Banco Central a revaluar. Esto se hizo revaluando la tasa central de la banda del peso en 5% y ampliando la banda de modo que el piso se revaluó en 10%. A pesar de que el Banco Central intervino fuertemente

para evitar que el tipo de cambio efectivo se apreciara abruptamente, para diciembre de 1994 los arbitradores pudieron mostrar utilidades.

El 29 de noviembre de 1994, el Banco Central modificó las normas al exigir que las reservas se mantuvieran en dólares de los Estados Unidos. Esto aumentó la tasa de impuesto asociada al ENR.

En julio de 1995, las autoridades extendieron el ENR hasta los ADR.

3.3. República Checa: Influjos de Capital y Respuestas de Política Económica[5]

En el periodo subsiguiente a la separación de la República de Eslovaquia de la República Checa (01/01/1993) la República Checa se convirtió en el destino favorito de los flujos internacionales de capital dentro de la Europa Oriental, en virtud de la sólida reputación adquirida para implementar reformas económicas en un gesto demostrativo de comprometerse formalmente con los mercados. De esta forma, la República Checa hacía la transición desde una economía de planificación centralizada hacia un sistema económico orientado hacia el mercado. Igualmente, el gobierno introdujo la convertibilidad de la cuenta corriente, medida que se fue expandiendo gradualmente hasta la convertibilidad en la cuenta de capitales.

A tal efecto, comenzaron a experimentarse resultados contundentes en la economía checa. En 1994, la inflación cedió hasta colocarse en un nivel de 10%, comenzándose a registrar índices de crecimiento económico reales positivos.

Mientras que el saldo en cuenta corriente se deterioraba desde un superávit en 1993 hasta registrar déficits en 1994 y 1995, las reservas internacionales se triplicaban en el mismo periodo debido a la gran escala de influjos de capitales que ingresaban a la economía checa. Estos influjos de capital representaban una cantidad mayor, relativamente al PIB, que los registrados en otros países emergentes, líderes receptores de capitales internacionales, como lo eran, por ejemplo, Corea del Sur, Tailandia, Indonesia y Chile.

---

[5] Secuencia descriptiva basada en Christensen (2004)

Adicionalmente, la composición de los influjos de capital cambió significativamente a lo largo del periodo comprendido entre 1993 y 1995:

- La inversión de portafolio declinó su importancia relativa entre 1993 y 1995. Este tipo de influjo representó más del 40% del total de las entradas de capital en 1993, disminuyendo su importancia relativa a sólo 15% en 1995.
- En 1993, la inversión extranjera directa representaba el 22% de la totalidad de los influjos, pero en 1995 su proporción era del 30%.
- En 1993, los pasivos externos de corto plazo virtualmente no existían, pero ya en 1994 representaban el 20% de la totalidad de los influjos.

Precisamente en respuesta al incremento de la tasa de aceleración de estos flujos, el Parlamento checo aprobó una ley en 1995 estableciendo que los pasivos externos de corto plazo de los bancos domésticos no debían exceder el 30% de sus acreencias sobre no residentes. Sin embargo, a pesar de las medidas restrictivas a los influjos de capital, la esterilización y aumentos de requerimientos de reserva, en 1995 se produjo un incremento explosivo en los flujos de capital que ingresaron a la economía checa, impulsando la tasa de crecimiento del dinero y los índices de inflación, produciendo deterioro en las cuentas fiscales desde un superávit de 0,4% del PIB en 1993 hasta un déficit de 2,0% en 1995, por lo cual las autoridades monetarias decidieron ampliar la banda de flotación del tipo de cambio en enero de 1996 para desincentivar los influjos especulativos.

Al final, la combinación de débiles fundamentos económicos internos, incertidumbre acerca de la política monetaria y efecto contagio de la crisis financiera del Sudeste Asiático, resultó en ataques especulativos contra la moneda doméstica checa (koruna) propinándole una depreciación del 10%.

Tal como se reveló en este periodo, la afluencia masiva de capitales a gran escala exacerbó la política fiscal expansiva, haciendo progresivamente cada vez más difícil para las autoridades económicas checas sostener la paridad cambiaria.

En mayo de 1997 se produjo una crisis financiera dual (cambiaria-monetaria y bancaria) que ameritó la suspensión del control selectivo de capitales, generándose a

continuación tres años de recesión severa.

3.3.1. Restricción Cuantitativa de Capitales de la República Checa

La experiencia de la República Checa con respecto a los influjos de capitales y sus esfuerzos de esterilización durante 1993-1995, periodo en el cual entró en efecto el sistema de tipo de cambio fijo, es única en múltiples aspectos. En primera instancia, según investigaciones desarrolladas por Christensen (2004), los flujos de capital fueron de una escala extremadamente grande, de hecho, al registrar su pico máximo en 1995, alcanzaron 18% del Producto Interno Bruto (PIB), cantidad que excedió ampliamente la magnitud de los influjos registrados en Chile e incluso los países del Sudeste Asiático en la fase de auge previa a la crisis. En segunda instancia, la República Checa intentó agresivamente, durante la etapa de esterilización de los flujos, alcanzar los objetivos de tasa de crecimiento del dinero y tipo de cambio nominal simultáneamente. En tercera instancia, los bancos comerciales jugaron un rol prominente durante el periodo antes señalado, mediante la práctica de especulación financiera en contra de las estrategias del Banco Central Checo.

A pesar de los intentos de esterilización, persistía el ingreso de cuantiosos volúmenes de flujos financieros a la economía checa, expandiendo considerablemente la oferta monetaria e incrementando desbordadamente los niveles de consumo e inversión, añadiendo presiones inflacionarias, produciendo apreciación del tipo de cambio real y arrojando déficits en cuenta corriente, como consecuencia de la creciente tendencia importadora y deterioro de la competitividad exportadora.

3.4. Breve Revisión de la Literatura que Evalúa los Controles Selectivos de Capitales

La repercusión de la alta movilidad de capitales en la incidencia de las crisis financieras internacionales más graves de la era contemporánea, ha inducido investigaciones que argumentan, a los fines de prevenir futuras crisis de esta naturaleza, la necesidad de restringir la volatilidad de los flujos financieros en los mer

cados emergentes, dado el demostrado carácter especulativo y desestabilizador que representan.

Específicamente, el sistema de regulación a los influjos de capitales implementado por Chile durante la década de los noventa, ha sido evaluado en función de diferentes perspectivas. En tal sentido, Soto y Valdés (1996) en su investigación ¿Es el control selectivo de capitales efectivo en Chile? realizada con el propósito de presentar una evaluación empírica del control de capital específico utilizado en Chile (Encaje no Remunerado) y su relación con el tipo de cambio real, concluyeron que la trayectoria de esta variable no se vio afectada por el control selectivo de capital ni en el largo ni en el corto plazo, ya que sólo se alteró la composición de los flujos netos, más no el flujo total.

Su aporte al presente trabajo fue el desarrollo analítico para relacionar los controles selectivos de capital en Chile y los objetivos de política económica, descripción del encaje no remunerado chileno, historia macroeconómica sobre el encaje no remunerado chileno y evidencia sobre la eficacia del Encaje no Remunerado chileno.

Edwards y otros (2000) desarrollaron una investigación titulada Controls on capital inflows: Do they work? la cual tuvo como propósito analizar la experiencia chilena en lo que respecta a la efectividad de los controles de capital aplicados, concluyendo que, e el largo plazo, la evidencia econométrica no muestra efectos significativos de dichos controles sobre los diferenciales de tasa de interés, ni sobre el tipo de cambio real; existiendo sólo un efecto persistente en la composición, más no en el volumen, de los influjos de capital, los cuales adoptaron una tendencia de maduración hacia un horizonte temporal de largo plazo. El aporte de este trabajo a la presente investigación, lo constituye la descripción de los escenarios que contextualizaron la introducción de las medidas de control de los influjos de capital, la descripción de los controles propiamente dichos, la evolución cronológica de los mismos y la evaluación cuantitativa detallada de las variables macroeconómicas que caracterizaron su estudio.

Le Fort y Lehmann (2000), en su trabajo denominado El encaje, los flujos de capitales y el gasto: Una evaluación empírica, se propusieron estimar un modelo para

relacionar el gasto interno privado de Chile en la década de los noventa, con los flujos de capitales, y a éstos con el encaje y la política monetaria, llegando a la conclusión de que el efecto de la política monetaria sobre el gasto interno se debilita producto del ingreso de capitales, en la medida en que el tipo de cambio no esté libre de fluctuar en respuesta a variaciones en la tasa de interés, pudiendo ser utilizado el encaje para evitar este debilitamiento. Este trabajo aporta a la presente investigación, información de carácter empírico relacionada con la efectividad macroeconómica del encaje, características de los distintos tipos de flujos de capitales que ingresaron a Chile durante el periodo de estudio y la respuesta de los flujos a variables estructurales relevantes.

Bustelo y otros (2000), desarrollaron una investigación titulada ¿Cómo afrontar la globalización financiera? Reflexiones sobre liberalización, controles de capital y nueva arquitectura internacional, cuyo propósito consistió, por una parte, abordar las características de la globalización financiera internacional, concluyendo que presenta inconvenientes netos sustanciales, y por otra parte, señalar las medidas necesarias para reducir el impacto de tales desventajas, llegando a la conclusión de que los países emergentes deberían utilizar la implantación de controles de capital tanto a la entrada (Chile en 1991-98) como a la salida (Malasia en 1998-99) para reducir la proporción de flujos a corto plazo en las entradas totales de capital extranjero, además de sugerir la construcción de una nueva arquitectura financiera internacional. Esta investigación aportó las bases que sustentan la conveniencia de recurrir a controles de capital (al estilo de Chile) y datos estadísticos sobre los flujos de capital hacia el tercer mundo.

Chiappe y Ocampo (2003), en su trabajo Regulación de la cuenta de capitales y regulación prudencial anticíclica en los países en desarrollo, llevado a cabo con el propósito de examinar el uso complementario de dos instrumentos para manejar la volatilidad de la cuenta de capitales en los países en desarrollo: las regulaciones de la cuenta de capitales y la regulación prudencial anticíclica de la intermediación financiera nacional, concluyeron que las primeras pueden constituir mecanismos útiles, tanto para mejorar los perfiles de endeudamiento como para facilitar la adop-

ción de políticas macroeconómicas anticíclicas; mientras que, por su parte, la supervisión y regulación prudenciales deben tener en cuenta no sólo los riesgos microeconómicos, sino también macroeconómicos que conllevan los ciclos financieros agudos. El aporte de este trabajo a la presente investigación está representado por la información descrita acerca de la relación entre la intensidad de los ciclos de financiamiento externo y sus efectos sobre las variables macroeconómicas de los países receptores.

Por otra parte, en relación con lo que corresponde particularmente a la República Checa, Christensen (2004), en su documento de trabajo titulado Capital inflows, sterilization, and commercial bank speculation: The Case of the Czech Republic in the mid-1990, realizado con el objeto de analizar la relación entre influjos de capital de gran escala y los esfuerzos de esterilización de la República Checa durante 1993-1996, encontró que a pesar del éxito inicial alcanzado en la esterilización de los flujos de capital, este tipo de estrategia se tornó excesivamente costosa e insostenible, debido a que el alto nivel de las tasa de interés domésticas atraían sostenida y sistemáticamente mayor volumen de capitales. Este trabajo aportó a la presente investigación elementos referenciales acerca de la dinámica económica que convirtió a la República Checa en una economía receptora de la afluencia masiva de capitales privados internacionales, la naturaleza de las medidas económicas aplicadas por las respectivas autoridades monetarias y la respuesta del comportamiento de las variables macroeconómicas fundamentales ante la aplicación de tales medidas.

Edwards (1999), a través de su trabajo How effective are capital controls? planteó la revisión de la evidencia empírica relacionada con el control de capitales, enfocándose principalmente en Chile, cuyo modelo aplicado ha sido ampliamente difundido y referenciado internacionalmente como uno de los de mayor efectividad relativa, concluyendo que, específicamente en Chile, los controles de capital influyeron en la maduración de los influjos provenientes de endeudamiento externo (composición de los flujos), más no en el volumen de los mismos, así como tampoco ejercieron mayor impacto en el tipo de cambio real ni en las tasas de interés, aunque si contribuyeron en la estabilidad del mercado de valores doméstico, pero sin diluir significativamente

los efectos del choque adverso exógeno causado por la crisis financiera del Sudeste Asiático. Este trabajo aportó a la presente investigación bases teóricas en cuanto a la relación desempeño económico-movilidad de capitales.

Fanelli (1998) en su trabajo titulado Regulación de los movimientos de capital en los países en desarrollo: Reflexiones sobre la experiencia de los noventa, presenta, de manera sucinta y consistente, los problemas analíticos y de política económica más importantes relacionados con la aplicación de este tipo de controles en economías emergentes. El trabajo concluye resaltando la necesidad de que en un escenario de regulación de capitales se deben concentrar esfuerzos en tres ejes temáticos principales, cuales son: estabilidad, régimen cambiario y mercado de capitales. Este trabajo aportó bases teóricas referentes a la relación que se presenta entre regulación de capitales, estabilidad macroeconómica y eficiencia de la institucionalidad.

El Fondo Monetario Internacional (2000) presentó un trabajo denominado Capital controls: Country experiences with their use and liberalization. En este trabajo se abordó el impacto de los controles de capital en escenarios de alta volatilidad en los movimientos de los flujos financieros como consecuencia de situaciones de rápida liberalización de la cuenta capital. Igualmente se planteó la relación entre las regulaciones prudenciales y los controles de capital, concluyendo que ciertas combinaciones de políticas económicas tienden a ser más efectivas y a generar menos efectos colaterales indeseables en un marco de regulación de capitales. Su aporte para la presente investigación consistió en proveer bases teóricas en cuanto a consideraciones generales, objetivos y tipos de control de capitales.

Blair (2003), desarrolló una investigación con el nombre de Capital Account liberalization, the cost of capital, and economic growth, cuyo propósito se basaba en determinar la fase más viable para la aplicación de la liberalización de capitales (antes o después de implantar las reformas macroeconómicas estructurales) concluyó que dichas liberalizaciones constituyen cambios discretos en el grado de apertura de la cuenta de capital que permite una descripción empírica positiva del costo del capital, la inversión y el crecimiento durante los periodos de liberalización. Este trabajo fue tomado como referencia para documentar los mecanismos de transmisión de los flu-

jos de capital desde economías avanzadas hacia economías emergentes.

Fischer (1997) en su trabajo denominado Capital account liberalization and the role of the IMF, desarrollado con el propósito de resaltar las respuestas del mencionado organismo multilateral ante la crisis financiera del Sudeste Asiático y plantear propuestas de actuación para futuras situaciones similares, concluyó que el creciente proceso de internacionalización de capitales debía verse reflejado en leyes y acuerdos que proporcionaran un esquema organizado y de preservación del orden económico para aquellos países donde se practicara la liberalización de la cuenta de capital. El aporte de este trabajo al presente estudio consistió en complementar las alternativas de moderación de los efectos de la liberalización financiera.

Ostry y otros (2010) presentaron la investigación titulada Capital inflows: The role of controls, con el objetivo de ponderar los desafíos que en materia de política prudencial y macroeconómica se presentaban para la administración eficiente de los auges de influjos de capitales en mercados emergentes, concluyendo que si la economía opera en s nivel de producción potencial, con un nivel de reservas adecuado, tipo de cambio no subvaluado y si el flujo de capitales es transitorio, el uso de controles de capital, en adición a la política prudencial y macroeconómica, se justifica como parte de las herramientas de política económica para gestionar eficientemente dichos influjos. Este trabajo se utilizó para reforzar la definición de la teoría relacionada con los controles de capital.

Montiel (2003) en su trabajo Macroeconomics in emerging markets elaborado con la intención de presentar las diversas experiencias vividas por economías emergentes en sus respectivos procesos de transición hacia economías avanzadas, dedica capítulos a las medidas de represión financiera y administración de los influjos de capital. Este trabajo se consideró en la presente investigación para los efectos de fundamentar las ventajas de los procesos de liberalización de la cuenta de capital. Stiglitz (1999), en su trabajo Back to the basics: Policies and strategies for enhanced growth and equity in post-crisis Asia, discute alternativas para moderar los efectos de la liberalización de la cuenta de capital. La información de este trabajo se usó como base para reforzar acciones tendentes hacia la supervisión y regulación prudencial.

Mathieson y Rojas-Suárez (1993), presentaron una investigación titulada Liberalization of the capital account: Experiences and issues con el propósito de recomendar medidas de política económica para lograr la plena convertibilidad de la cuenta de capital y financiera sin deteriorar los programas de reformas económicas, concluyendo que la implementación de controles de capital temporales contribuyen al logro de dicho objetivo, en especial por la reducción de la volatilidad de los influjos de corto plazo. Este trabajo aportó para esta investigación elementos que respaldan las restricciones a las transacciones temporales a la cuenta de capital y financiera.

IV. EVALUACIÓN EMPÍRICA DE LOS CONTROLES SELECTIVOS DE CAPITALES APLICADOS EN CHILE Y LA REPÚBLICA CHECA

4.1. Variables Seleccionadas

Se seleccionó un conjunto reducido de variables para evaluar el impacto del control selectivo de capital sobre las economías sometidas a estudio.

- Cuenta de capital y financiera como porcentaje del producto interno bruto.
- Inversión directa neta como porcentaje del producto interno bruto.
- Índice de tipo de cambio real efectivo (variación porcentual).
- Tasa de interés de corto plazo (porcentaje).
- Tasa de inflación (variación porcentual del índice de precios al consumidor).
- Tasa de crecimiento del producto interno bruto real (variación porcentual)

Es importante señalar que se enfrentaron algunas limitaciones en la disponibilidad de la data para alguna de las variables seleccionadas. En la República Checa la información sólo está disponible a partir de su nacimiento como país independiente (1993). Adicionalmente, Chile presenta data relacionada con tasa de interés de corto plazo, sólo a partir de 1993.

4.2. Síntesis de la Metodología Aplicada

La metodología aplicada abarca los siguientes aspectos:

- Recolección, organización y presentación de datos asociados a las variables seleccionadas, para el periodo de estudio definido.
- Cálculo de medidas estadísticas de tendencia central (media) y de variabilidad (desviación estándar y coeficiente de variación).
- Representación gráfica de los valores obtenidos.
- Análisis individual de la economía de cada país sometido al estudio, enfatizando media y desviación estándar.
- Análisis comparativo entre economías estudiadas, enfatizando coeficiente de variación entre ellas.

El análisis de los resultados se orientó hacia la determinación del impacto del control selectivo de capitales sobre las variables macroeconómicas que caracterizaban las economías sujetas a dicho control. Según el comportamiento de las variables seleccionadas durante el periodo de estudio, se intentó determinar el grado de influencia del control aplicado, en términos, principalmente, de estabilidad macroeconómica.

En tal sentido, se analizó la efectividad relativa de cada control, específicamente el encaje no remunerado en Chile y la restricción cuantitativa de capitales en la República Checa, con el objeto de detectar posibles tendencias o patrones de cambio como consecuencia de la implantación de dichos controles.

Es importante destacar que, la adición de la economía de México al presente estudio es netamente referencial para reforzar el análisis comparativo, debido a que la economía de este país estuvo exenta de aplicación de un mecanismo de control de capitales durante el periodo de estudio.

Para los efectos del presente estudio, el análisis de los resultados de los datos se desarrolló de acuerdo con el siguiente criterio representativo de las premisas asumidas por los países para adoptar su respectivo control selectivo de capitales (efectos esperados):

- Reducción de la magnitud de la totalidad de los influjos de capital.

- Cambio en la composición de los influjos de capital (mayor duración para hacerlos más predecibles y estables).
- Independencia de la autoridad económica para formular y ejecutar política monetaria (elevar tasas de interés para controlar la inflación) sin exacerbar el auge de influjos de capitales.
- Reducir la tendencia a la apreciación del tipo de cambio real producida por los influjos de capital.
- Estabilidad macroeconómica (reducción de volatilidad en el comportamiento de las variables seleccionadas).

En los gráficos utilizados, las líneas verticales azules indican el periodo de vigencia del control selectivo de capitales (encaje no remunerado) en Chile (1991-1998); mientras que las líneas verticales rojas marcan el periodo de aplicación del control selectivo de capitales (esquema de restricción cuantitativa de capitales) de la República Checa (1995-1997). Los datos que sirven de base a los gráficos y los estadísticos descriptivos se presentan en detalle en los Anexos.

4.3. Evaluación de Datos y Análisis de Resultados Obtenidos

i) Cuenta de Capital y Financiera como % del PIB

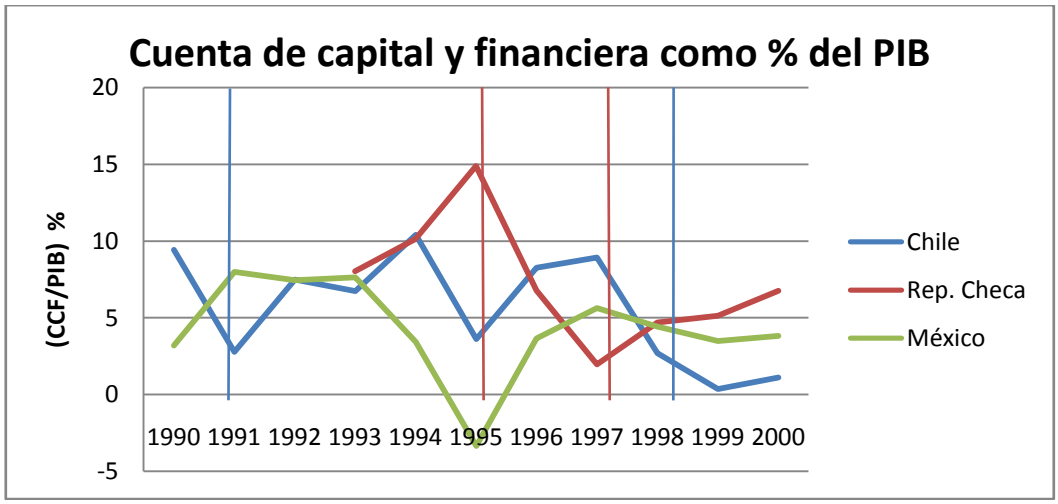


Gráfico 1. Data tomada de Reportes del Fondo Monetario Internacional (FMI). Cálculos del Autor.

- ***Chile:*** En el periodo de aplicación del control selectivo de capitales (1991-1998) en Chile, específicamente Encaje no Remunerado (ENR) se pudiera esperar que la variable analizada, cuenta de capital y financiera como porcentaje del producto interno bruto (PIB) mostrara una reducción de la magnitud total de los influjos de capitales; sin embargo, se observó una tendencia creciente en el comportamiento de la variable desde 1991 (inicio de la implantación del ENR) hasta 1994 (inicio de crisis financiera mexicana) la variable analizada registró un descenso importante en la recepción de flujos financieros internacionales, para luego rebotar durante 1996 y 1997 (inicio de la crisis financiera del Sudeste Asiático), experimentar a continuación una pronunciada pendiente negativa en 1998 (culminación de la crisis financiera del Sudeste Asiático, eliminación del control selectivo de capitales).

De acuerdo con lo descrito anteriormente, la cuenta de capital y financiera como porcentaje del PIB, durante el periodo de aplicación de su respectivo control selectivo de capitales (1991-1998) no mostró tendencia definida, registrando, en todo caso, un comportamiento bastante volátil.

Con respecto al año precedente (1990) a la implantación del control selectivo de capitales (1991) se observó una importante reducción puntual (tendencia decreciente, inversa a la presentada posteriormente, al implantar el control) mientras que en relación al periodo posterior (1999-2000) de la supresión del control (1998) se observó continuidad en el comportamiento de la variable (descenso de los influjos de capital) durante 1999, para finalmente repuntar moderadamente en el año 2000.

Durante el periodo (1990-2000) la variable analizada experimentó fluctuaciones alrededor de la media (5,62%) alcanzando una desviación estándar de 3,58%, con un valor mínimo en el año 1999 (0,36%) año posterior a la culminación de la crisis financiera del Sudeste Asiático y de la suspensión de la medida de control selectivo de capitales (1998) y un valor máximo de 10,40% registrado en el año 1994 (inicio de crisis financiera de México) tres años después de haberse iniciado la aplicación del control selectivo de capitales (1991).

- ***República Checa:*** Durante el periodo de aplicación del control selectivo de capitales en la República Checa (1995-1997) específicamente la restricción cuantita -

tiva de capitales, la cuenta de capital y financiera como porcentaje del PIB experimentó una fuerte tendencia decreciente de sus valores.

En el periodo previo a la implantación del control, del que se disponen datos (1993-1994) se observó en la variable analizada una clara tendencia creciente, pero revertida radicalmente en 1995 (implantación del control, desarrollo y culminación de crisis financiera mexicana).

En el periodo posterior a la cesación del control, desde 1998 (culminación de la crisis financiera del Sudeste Asiático) hasta 2000, se observó en la variable analizada un cambio de tendencia, nuevamente creciente, al igual que lo observado antes del periodo de aplicación del control (1993-1994) pero muy distante del nivel alcanzado en 1995 (15%).

Los valores de la variable analizada oscilaron alrededor de la media (6,70%) con una desviación estándar de 4,38%. El mínimo valor registrado fue 1,96% en 1997 (cesación del control selectivo de capitales, inicio de la crisis financiera del Sudeste Asiático); mientras que el valor máximo (14,88%) se registró en 1995 (culminación de la crisis financiera de México y año de la implementación del control selectivo de capitales).

- **México:** La cuenta de capital y financiera como porcentaje del PIB presentó cierta tendencia uniforme y estable interrumpida por la crisis financiera (1994-1995) pero con comportamiento prácticamente simétrico en los periodos previo (1990-1993) y posterior (1996-2000) a dicha crisis.

Los valores de la variable analizada se distribuyeron alrededor de la media (4,31%) con una desviación estándar de 3,13%, el menor valor se registró en 1995 (-3,34%) año en que finalizó la crisis financiera mexicana); mientras que el valor mayor se registró en 1991 (7,99%).

Al analizar comparativamente los coeficientes de variación respectivos de cada país, asociados con la cuenta de capital y financiera como porcentaje del PIB: Chile (0,64) República Checa (0,65) y México (0,73) se observa mayor dispersión relativa de datos en México, economía referencial, exenta de control selectivo de capitales, con respecto a las economías de Chile y República Checa sujetas a control.

ii) Inversión Directa Neta como % del PIB

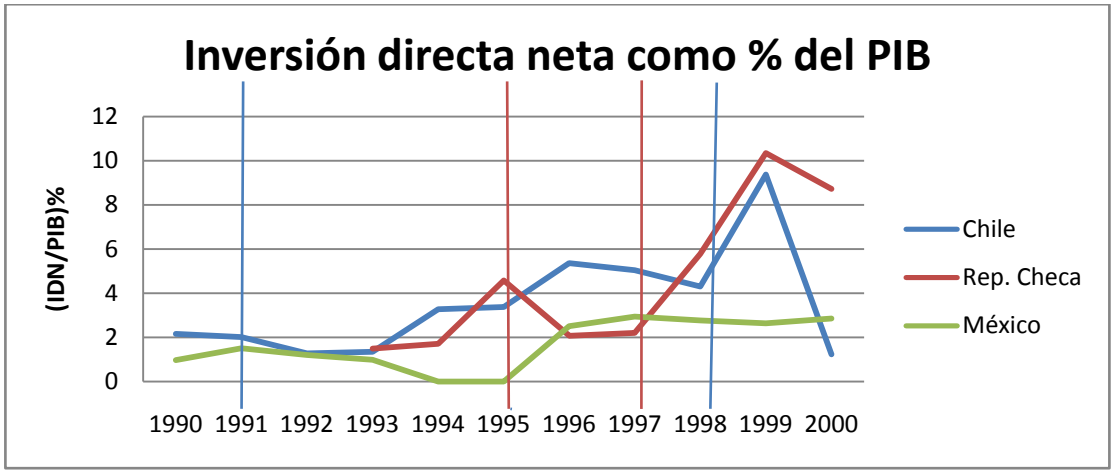


Gráfico 2: Data tomada de Reportes del FMI. Cálculos del Autor.

- ***Chile:*** Durante el periodo de aplicación del control selectivo de capitales (ENR) en la economía chilena (1991-1998) la inversión directa neta como porcentaje del PIB experimentó una tendencia creciente, salvo moderadas excepciones. Al momento de implantarse el control (1991) se apreció una ligera disminución en el valor de este tipo de inversión, luego los valores permanecieron prácticamente estables en 1992 y 1993, posteriormente se incrementaron los valores en 1994 y 1995 (inicio, desarrollo y culminación de la crisis financiera mexicana) para finalmente decrecer en 1997 (inicio de la crisis financiera del Sudeste Asiático) y 1998 (finalización de la crisis financiera del Sudeste Asiático y suspensión del control selectivo de capitales en la economía chilena).

La creciente participación de la inversión directa neta como porcentaje del PIB durante el periodo de aplicación del control selectivo de capitales, aún cuando en el mismo periodo no se experimentó la misma tendencia en la cuenta de capital y financiera como porcentaje del PIB, pareciera ser indicativa de un cambio en la composición de los flujos, haciéndolos más proclives hacia su permanencia a mediano y largo plazo, independientemente de la magnitud del ingreso total de capitales.

En el periodo posterior a la eliminación del control selectivo de capitales (1999-2000)

la variable analizada experimentó un importante incremento (1999) pero, se contrajo fuertemente en 2000.

La variable analizada registró valores alrededor de la media (3,53%) con desviación estándar de 2,45%, alcanzando su mínimo valor (1,23%) en el año 2000 (dos años después de suprimir el control) y su máximo valor (9,38%) en 1999 (un año después de suprimir el control y de haber finalizado la crisis financiera del Sudeste Asiático).

- ***República Checa:*** Durante el periodo de aplicación de la restricción cuantitativa de capitales en la República Checa (1995-1997) la variable analizada presentó una tendencia mixta, ya que, primero experimentó un fuerte descenso en su valor en 1996, un año después de implantarse el control y de haber finalizado la crisis financiera de México (1995) para luego experimentar un incremento marginal en 1997 (suspensión del control e inicio de la crisis financiera del Sudeste Asiático). El comportamiento decreciente y luego prácticamente estable de la variable analizada, descrito en el párrafo anterior, es relativamente consistente con el importante descenso de los valores de la cuenta de capital y financiera en la economía checa durante ese mismo periodo. Durante el lapso previo a la aplicación del control (1993-1994) la variable analizada mostró tendencia creciente muy bien definida, la cual fue revertida drásticamente en 1995 cuando se implantó el control, y a su vez, fue el año en que se desarrolló y finalizó la crisis financiera mexicana. Esta tendencia es consistente con la tendencia, también ascendente, de la cuenta de capital y financiera para el mismo periodo. Durante el lapso posterior a la eliminación del control (1998-2000), la variable analizada mostró fuerte tendencia ascendente en los años 1998 (finalización de crisis financiera del Sudeste Asiático y un año posterior a la eliminación del control) y 1999, con una caída moderada en el valor del año 2000. Este comportamiento de la variable es relativamente consistente con la tendencia creciente experimentada por la cuenta de capital y financiera para el mismo periodo.

Los valores se comportaron alrededor de la media (5,61%) con desviación estándar de 3,38%, registrando el valor más bajo (1,49%) en 1993 (nacimiento de la República Checa, dos años antes de la aplicación de la medida de control selectivo de capitales); mientras que el valor más elevado (10,34%) se registró en 1999 (dos años después de

la suspensión de la restricción cuantitativa al influjo de capitales y un año después de culminar la crisis financiera del Sudeste Asiático).

- ***México:*** La variable analizada se mostró con tendencia relativamente estable antes y después de la crisis financiera que afectó a ese país durante el periodo 1994-1995, lapso en el cual registró fuerte descenso. Este comportamiento resultó ser bastante similar al experimentado por la cuenta de capital y financiera para el mismo periodo. Los valores de la variable analizada se ubicaron alrededor de la media (2,05%) con desviación estándar de 0,86, siendo el valor más bajo 0,97% en 1990 y el valor más alto 2,95% en 1997.

Al analizar comparativamente los coeficientes de variación respectivos de cada país, asociados con la inversión directa neta como porcentaje del PIB: Chile (0,69) República Checa (0,60) y México (0,42) se observa mayor dispersión relativa de datos en Chile.

iii) Índice de Tipo de Cambio Real Efectivo

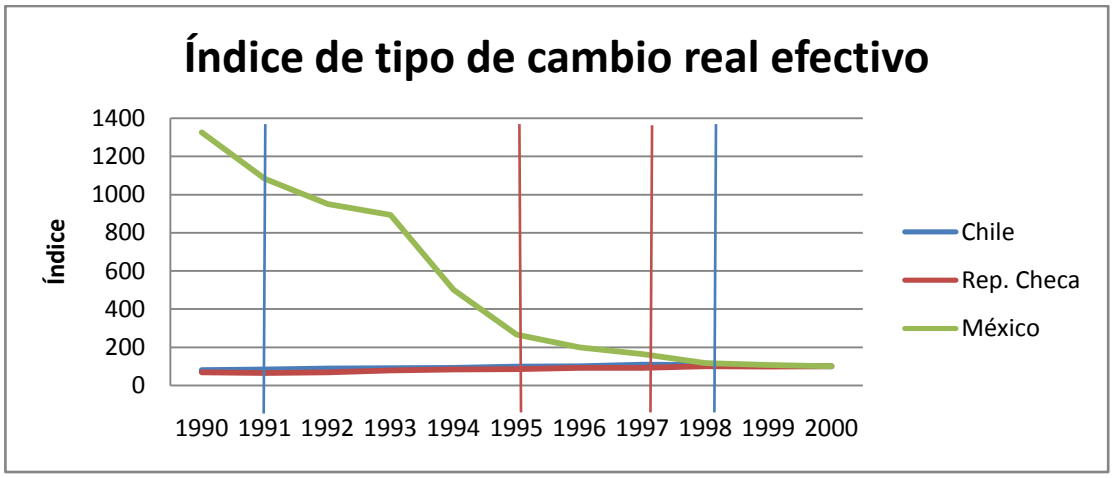


Gráfico 3: Data tomada de Reportes del FMI. Cálculos del Autor.

- ***Chile:*** Durante el periodo de vigencia del control selectivo de capitales (ENR) en Chile (1991-1998) se observó una tendencia moderadamente creciente (apreciación) en el comportamiento del índice de tipo de cambio real efectivo, consecutivamente desde el año 1991 hasta el año 1997 (aparición de la crisis financie-

ra del Sudeste Asiático). En el año inmediatamente posterior (1998) y aún vigente el control, la variable analizada experimentó un descenso (depreciación). El valor de este índice continúa descendiendo en el lapso posterior al control selectivo de capitales (1999-2000). Las variaciones porcentuales del índice del tipo de cambio real efectivo fluctuaron alrededor de la media (2,26%) con desviación estándar de 3,79%, valor mínimo de -4,73% en 1999 (un año después de haber finalizado crisis financiera del Sudeste Asiático y de haberse suspendido el control en la economía chilena) y valor máximo de 7,31% en 1997 (inicio de la crisis financiera del Sudeste Asiático y aún vigente el control en la economía chilena). La tendencia creciente en el comportamiento del índice del tipo de cambio real efectivo, durante casi todo el periodo de aplicación del control, parece reflejar la limitación de este esquema para frenar sustancialmente la entrada de capitales.

- ***República Checa:*** Durante el periodo de aplicación del control selectivo de capitales en la República Checa (1995-1997) se observó una clara tendencia hacia el crecimiento de los valores (apreciación) del índice de tipo de cambio real efectivo multilateral. De hecho, esta tendencia no experimentó ningún cambio con respecto al comportamiento de la variable analizada en el periodo precedente a la aplicación del control (1991-1994). En el periodo posterior a la aplicación del control (1998-2000) la tendencia continuó sin ninguna variación (ascendente) interrumpida sólo puntualmente con leve decrecimiento en 1999 (dos años después de suspenderse el control, un año después de haber finalizado la crisis financiera del Sudeste Asiático).

Las variaciones porcentuales del tipo de cambio real se dispersaron en torno a la media (4,00%) con desviación estándar de 5,95% (aún Checoeslovaquia) y valor mayor (15,89%) en 1993 (nacimiento de República Checa como país independiente). La apreciación del índice de tipo de cambio real efectivo de la República Checa, durante el periodo de aplicación del control, no es consistente con la reducción de influjos de capital experimentada en dicha economía durante el mismo periodo. Sin embargo, en los lapsos previos y posteriores a la aplicación del control, es coincidente la tendencia creciente en ambas variables (creciente entrada de capitales y tendencia a la apreciación).

- ***México:*** Durante el periodo de estudio, el índice de tipo de cambio real efectivo mostró una fuerte tendencia decreciente con pronunciada pendiente negativa (depreciación constante) en su comportamiento. La variación porcentual del índice de tipo de cambio real efectivo exhibió una dispersión de datos en torno a la media de -21,39%, con desviación estándar de 14,75%, registrando su menor valor (-46,88%) en 1995 (desarrollo y culminación de la crisis financiera mexicana) y su mayor valor (-5,91%) en 1993 (año previo al inicio de la crisis financiera mexicana). La depreciación constante y pronunciada del índice de tipo de cambio real efectivo en México no guarda relación con la relativa estabilidad del comportamiento de la cuenta de capital y financiera como porcentaje del PIB (exceptuando el episodio de crisis financiera en el lapso 1994-1995). Este comportamiento parece estar vinculado a una fuerte sobrevaluación del peso mexicano, asociada a su vez con el esquema de tipo de cambio fijo que colapsó con la crisis.

Al analizar comparativamente los coeficientes de variación respectivos de cada país, asociados con el índice de tipo de cambio real efectivo: Chile (1,68) República Checa (1,49) y México (-0,69) se observa mayor dispersión relativa de datos en Chile.

iv) Tasa de Interés de Corto Plazo (%)

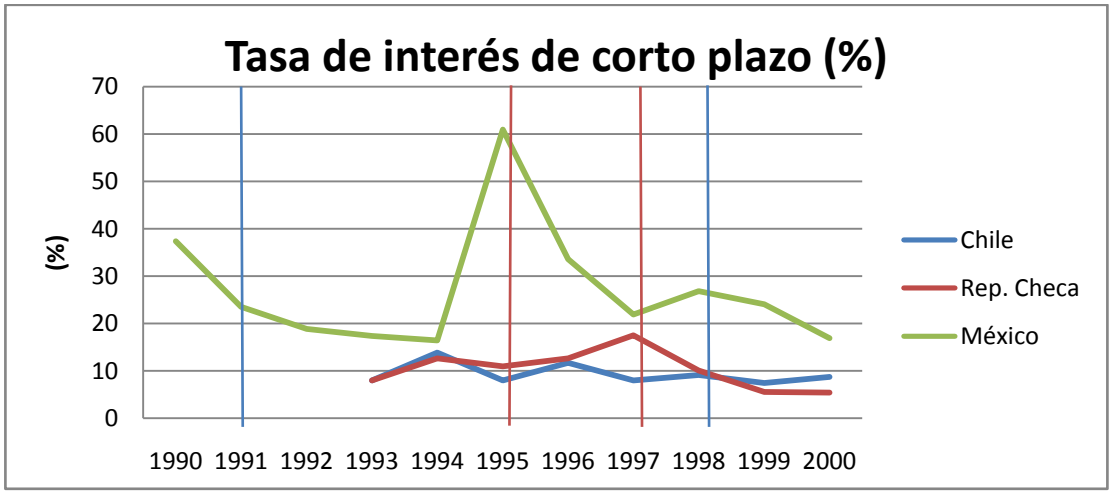


Gráfico 4: Data tomada de Reportes del FMI. Cálculos del Autor.

- ***Chile:*** Durante el periodo de aplicación del control selectivo de capitales (1993-1998, no se dispone de data para años 1991-1992) la tasa de interés de corto plazo presentó un comportamiento moderadamente volátil, sin tendencia definida.

Posteriormente a la supresión del control (1999-2000) persiste cierta volatilidad en el comportamiento de la variable analizada, de manera que no se registraron cambios con respecto al comportamiento experimentado por la variable cuando estuvo vigente el control.

Los valores de la variable analizada oscilaron alrededor de la media (9,35%) con desviación estándar de 2,28%, el menor valor (7,44%) se registró en 1999 (un año después de haber suprimido el control selectivo de capitales y de haber culminado la crisis financiera del Sudeste Asiático) y el mayor valor (13,89%) en 1994 (tres años después de haber iniciado la aplicación del control selectivo de capitales, y a la vez, el mismo año en que se inició la crisis financiera de México).

La volatilidad mostrada por la tasas de interés parece ser, en principio, consistente con la capacidad de la autoridad monetaria de mover esta variable con cierta independencia durante el periodo de control. Sin embargo, observamos que la tasa de interés de corto plazo continúa mostrando fluctuaciones importantes con posterioridad a la suspensión del esquema del control selectivo.

- ***República Checa:*** Durante el periodo de aplicación del control selectivo de capitales en la República Checa (1995-1997) la tasa de interés de corto plazo mostró definida tendencia creciente.

El periodo previo a la implantación del control (1993-1994), de los que se dispone data) igualmente presentó una tendencia creciente, aunque más moderada.

El periodo posterior a la suspensión del control (1998-2000) si marcó cambio de tendencia, ya que la variable analizada presentó reducción sostenida de sus valores, exhibiendo comportamiento opuesto con respecto al comportamiento del lapso previo (1995-1997) cuando se encontraba vigente el control, hasta finalizar prácticamente estable. Este periodo de tendencia decreciente (1998-2000), sin vigencia del control selectivo de capitales, coincide con el año de finalización de la crisis financiera del Sudeste Asiático (1998).

La variable analizada exhibe una dispersión de sus datos en torno a la media (10,35%) con desviación estándar de 4,05%, el menor valor (5,42%) se observó en el año 2000 y el mayor valor (17,5%) se registró en 1997 (inicio de la crisis financiera del Sudeste Asiático y supresión del control selectivo de capitales en la economía checa).

La tendencia creciente de la tasa de interés de corto plazo durante el periodo de control (1995-1997) contrasta con la tendencia decreciente de la cuenta de capital y financiera como porcentaje del PIB para ese mismo periodo. En el lapso previo a la aplicación del control (1993-1994) no hay consistencia entre ambas variables analizadas, ya que, la tasa de interés muestra tendencia constante hacia el incremento, y la cuenta de capital y financiera presentó valores marcadamente positivos y crecientes como porcentaje del PIB. Por otra parte, en el lapso posterior a la eliminación del control (1998-2000), tampoco coincide el comportamiento entre variables, ya que, la tasa de interés de corto plazo mostró tendencia decreciente, mientras que la cuenta de capital mostró tendencia opuesta (creciente).

- ***México:*** La tasa de interés presentó valores sustancialmente elevados durante la crisis cambiaria, particularmente en 1995. Posteriormente, comienza a descender rápidamente, aunque se mantiene en niveles superiores a los observados en los años inmediatamente precedentes a la crisis (1993-1994).

La variable analizada presentó una media de 27,10%, con una desviación estándar de 13,11%, con un valor mínimo de 16,47% en 1994 (inicio de la crisis financiera mexicana) y el valor máximo de 60,92% en 1995 (desarrollo y culminación de la crisis financiera mexicana).

La tendencia mostrada por la tasa de interés de corto plazo (creciente) es inversa a la mostrada por la cuenta de capital y financiera como porcentaje del PIB (decreciente), durante el periodo (1995-1997). En dicho periodo se escenificó el desarrollo de la crisis financiera mexicana (1995) y se inició la crisis financiera del Sudeste Asiático (1997).

Al analizar comparativamente los coeficientes de variación respectivos de cada país, asociados con la tasa de interés de corto plazo: Chile (0,24) República Checa (0,39) y

México (0,48) se observó mayor dispersión relativa de datos en México.

v) Tasa de Inflación (Variación % IPC)

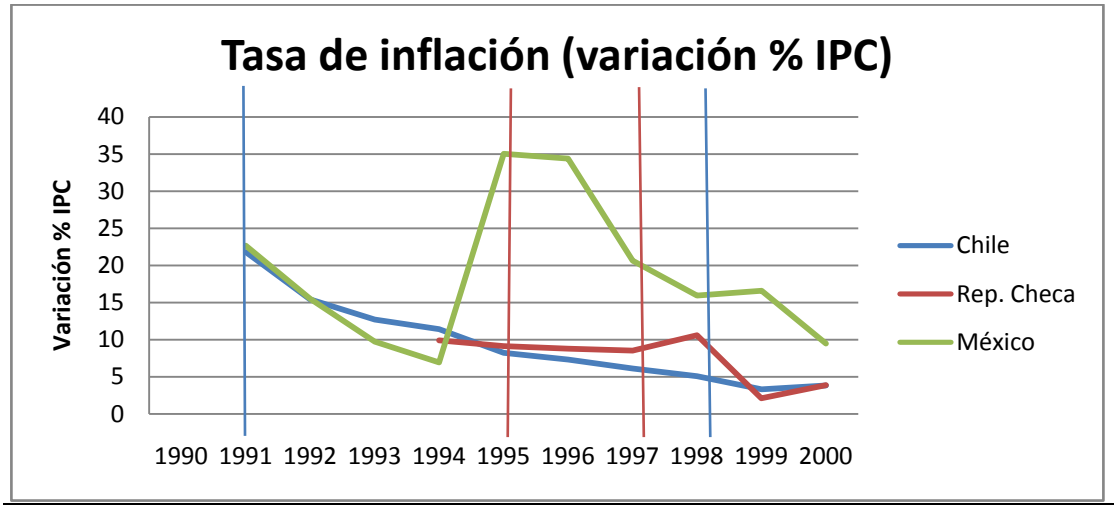


Gráfico 5: Data tomada de Reportes del FMI. Cálculos del Autor.

- **Chile:** Durante el periodo de aplicación del control selectivo de capitales (1991-1998) la tasa de inflación mostró una tendencia definida hacia el decrecimiento de sus valores. Este mismo comportamiento continuó en 1999 (año que sucedió a la suspensión del control) para finalmente revertir muy levemente esa tendencia descendente en el año 2000 (dos años después de haber suspendido el control y de haber culminado la crisis financiera del Sudeste Asiático) cuando se registró un incremento marginal.

Durante el periodo (1991-2000) los datos asociados a la tasa de inflación presentaron una media de 9,54%, desviación estándar de 5,84%, con valor mínimo de 3,34% en 1999 (un año después de haber eliminado el control y de haber culminado la crisis financiera del Sudeste Asiático) y un valor máximo de 21,79% en 1991 (implantación del control).

Es importante resaltar que las tasas de interés persistieron a niveles relativamente altos, lo cual pudiera indicar que el control selectivo de capitales reforzó, en cierta medida, la independencia de la política monetaria para el control de la inflación. Sin

embargo, las tasas de interés relativamente altas y la moderación de la tasa de inflación se prolongan después de la suspensión del esquema de control selectivo.

- ***República Checa:*** Durante el periodo de aplicación de la restricción cuantitativa de capitales (1995-1997), la tasa de inflación se mantuvo estable, pero relativamente elevada (alrededor de 9%). La tasa de inflación repunta sustancialmente después de la eliminación del control cuantitativo en 1998, pero después de allí desciende en forma importante a niveles inferiores a los observados en el periodo 1993-1997. Durante el periodo con disponibilidad de datos (1993-2000) la media de los datos registró un valor de 7,20%, con desviación estándar de 3,36%, registrándose un valor mínimo de 2,14% en 1999 (un año después de haber finalizado la crisis financiera del Sudeste Asiático y dos años después de haberse suspendido el control) y un valor máximo de 10,63% en 1998 (año de finalización de la crisis financiera del Sudeste Asiático, un año después de haberse suspendido el control). Curiosamente en la República Checa, el descenso de la tasa de inflación a partir de 1999 (ya eliminado el control cuantitativo), coincide con una reducción apreciable en la tasa de interés del mercado monetario.
- ***México:*** Durante el periodo (1990-2000) la tasa de inflación experimenta extrema volatilidad con fluctuaciones de elevada magnitud. Inicialmente, en el periodo (1990-1994) la tasa de inflación mostró clara tendencia decreciente, posteriormente, en 1995 (desarrollo y culminación de crisis financiera mexicana) la tasa de inflación mostró un importante cambio de tendencia con pendiente positiva muy pronunciada, para luego exhibir nuevamente una definida tendencia descendente en sus valores durante el periodo (1996-2000) con la excepción del repunte marginal registrado en el año 1999 (un año después de haber finalizado la crisis financiera del Sudeste Asiático). El periodo (1990-2000) demuestran que los datos asociados a la tasa de inflación exhibieron una media de 18,69%, con desviación estándar de 9,75%, alcanzando un valor mínimo de 6,96% en 1994 (inicio de la crisis financiera mexicana) y valor máximo de 35,01% en 1995 (desarrollo y finalización de la crisis financiera mexicana). Durante el periodo (1990-2000) la tasa de inflación no mostró respuesta consistente con respecto a los niveles de la tasa de interés de corto plazo.

Mientras entre (1990-1994) la tasa de interés del mercado monetario registró una tendencia decreciente, la tasa de inflación experimentó la misma tendencia, posiblemente por el efecto del esquema de tipo de cambio fijo mantenido durante este periodo. Durante la crisis ambas variables experimentaron comportamientos similares, valor creciente en 1995 (desarrollo y culminación de crisis financiera mexicana). En el periodo posterior a la crisis, tanto la tasa de interés de corto plazo como la tasa de inflación presentan una tendencia decreciente, aunque la tasa de interés del mercado monetario continúa siendo relativamente alta (16,96% en 2000). En este último periodo el descenso de la tasa de inflación debe estar más vinculado al manejo de la política monetaria, una vez que se adopta un esquema de tipo de cambio más flexible después de la crisis.

Al analizar comparativamente los coeficientes de variación respectivos de cada país, asociados con la tasa de inflación durante el periodo (1990-2000): Chile (0,61) República Checa (0,47) y México (0,52) se observó que la mayor dispersión relativa de datos se registró en la economía chilena.

vi) Tasa de Crecimiento del PIB Real (Variación%)

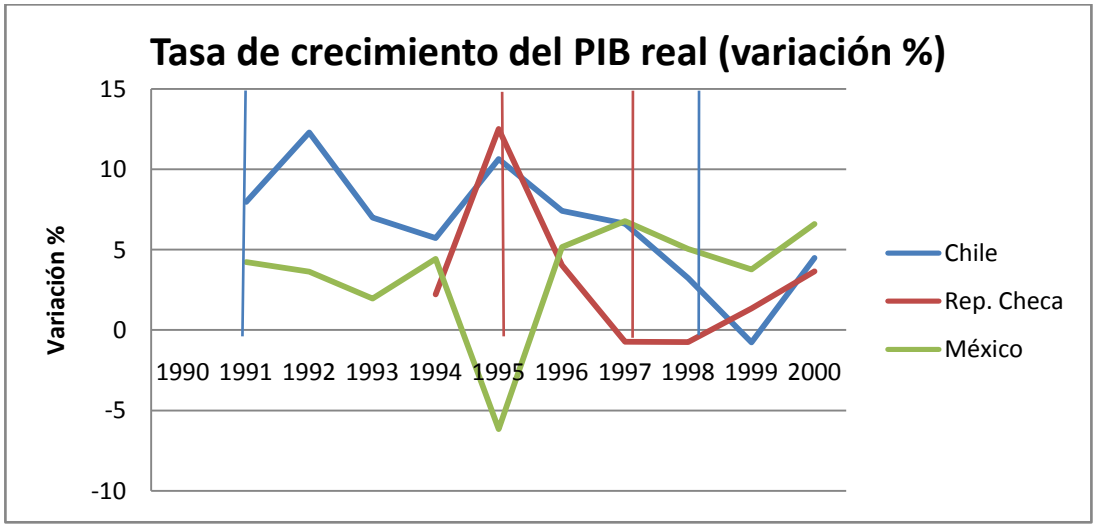


Gráfico 6: Data tomada de Reportes del FMI. Cálculos del Autor.

- ***Chile:*** Durante el periodo (1991-1998) de aplicación del control selectivo de capi-

tales (ENR) la tasa de crecimiento del PIB real mostró un comportamiento errático sin tendencia claramente definida. Sólo durante el periodo (1996-1999) el PIB real presentó un comportamiento más uniforme, con tendencia decreciente. El año 1996 fue inmediatamente posterior a la finalización de la crisis financiera mexicana; mientras que, en los años 1997 y 1998 transcurrió la crisis financiera del Sudeste Asiático, y, a su vez, en el año 1998 se suspendió el control selectivo de capitales).

Durante el periodo (1990-2000) los datos de la tasa de crecimiento del PIB real presentaron una media de 6,45%, con desviación estándar de 3,68%, valor mínimo de -0,77% en 1999 (un año después de haber culminado la crisis financiera del Sudeste Asiático y de haberse suprimido el control) y valor máximo de 12,28% en 1992 (a un año de vigencia del control).

- ***República Checa:*** Durante el periodo de aplicación del control selectivo de capitales (1995-1997) la tasa de crecimiento del PIB real mostró una tendencia decreciente en 1996 y 1997. Esto contrasta con el significativo crecimiento del producto que se registró en 1995. Al finalizar el control, se volvió a observar un valor negativo continuó la tendencia decreciente durante el año 1998 (finalización de la crisis financiera del Sudeste Asiático) para luego repuntar hacia tasas de crecimiento positivas moderadas en el periodo (1999-2000).

Durante el periodo del que se disponen los datos (1993-2000) la media se ubicó en 3,18%, con desviación estándar de 4,52%, valor mínimo de -0,75% en 1998 (año de finalización de la crisis financiera del Sudeste Asiático, un año después de haber suspendido la restricción cuantitativa de capitales) y valor máximo de 12,50% en 1995 (implantación del control selectivo de capitales en la economía checa y año de finalización de crisis financiera mexicana).

Durante el periodo (1996-1997) la tasa de crecimiento del PIB real replicó la tendencia igualmente decreciente de la cuenta de capital y financiera como porcentaje del PIB y la reducción de la inversión directa neta como porcentaje del PIB.

- ***México:*** Durante el periodo (1990-2000) la tasa de crecimiento del PIB real presentó un comportamiento volátil con fluctuaciones moderadas, excepto en 1995 (crisis financiera mexicana). La economía mexicana vuelve a registrar tasas de creci-

miento del producto positivas a partir de 1996, e inclusive superiores en promedio a las observadas antes de la crisis.

Durante el periodo (1990-2000) los datos relacionados con la tasa de crecimiento del PIB real mostraron una media de 3,53%, con desviación estándar de 3,69%, valor mínimo de -6,17% en 1995 (desarrollo y finalización de crisis financiera mexicana) y valor máximo de 6,77% en 1997 (inicio de crisis financiera del Sudeste Asiático).

Al analizar comparativamente los coeficientes de variación respectivos de cada país, asociados con la tasa de crecimiento del PIB real durante el periodo (1990-2000): Chile (0,57) República Checa (1,42) y México (1,04) se observó que la mayor dispersión relativa de datos en la economía de la República Checa.

V. CONCLUSIONES

Aunque un proceso de liberalización financiera puede generar efectos positivos en la asignación de recursos en comparación con un esquema de controles de capital generalizado, es necesario reconocer que la volatilidad de los flujos de capital que se ha observado en la práctica constituye un argumento válido para considerar algún tipo de sistema de control selectivo a los movimientos de capital. En este trabajo se consideraron dos controles selectivos de capitales que han sido utilizados en la práctica, el encaje no remunerado en el caso de Chile y la restricción cuantitativa de capitales en el caso de la República Checa, sometiéndolos a análisis comparativos con el fin de determinar posibles influencias en la estabilidad macroeconómica.

Las economías sujetas al control selectivo de capitales durante el periodo de estudio de la presente investigación, Chile y la República Checa, no evidenciaron tendencia definida hacia importantes diferenciales de desempeño con respecto a los periodos previo y posterior a la aplicación de dichos controles, como tampoco, con respecto a la economía de México (exenta de este tipo de control), lo cual podría interpretarse como un hecho que resta ventajas relevantes para decidir a favor de la adopción de este tipo de mecanismo de control como regulador eficiente de la economía de un país.

En el caso del esquema selectivo de Chile basado en encajes, pareciera que interfiere menos con el funcionamiento del mercado, lo cual hace difícil diferenciar o separar sus efectos macroecónomicos del resto de las políticas aplicadas por las autoridades. El esquema selectivo basado en controles cuantitativos directos utilizado por la República Checa pareciera que tiene un impacto más fuerte en los influjos de capital, pero es una medida de emergencia que no puede mantenerse en el tiempo sin generar serias distorsiones económicas. Tiene un efecto fuerte y rápido sobre los influjos de capital en todas sus formas, pero su aparente efecto limitado sobre las otras variables macroeconómicas analizadas se debe al corto periodo de aplicación de la medida.

En general, este trabajo coincide con otras investigaciones en el sentido de que la data analizada evidencia un efecto bastante limitado de los controles selectivos sobre las variables macroeconómicas analizadas.

De acuerdo con la dispersión de datos relativa reflejada en los coeficientes de variación de las variables seleccionadas durante el periodo de estudio abordado en esta investigación, se pudiera inferir que ambos controles selectivos de capitales no parecen haber sido lo suficientemente efectivos en alcanzar los objetivos de preservar el crecimiento económico y la estabilidad macroeconómica que motivaron su implantación. En Chile, aunque el control estuvo vigente durante siete años bajo un contexto de auge de economías emergentes, se procedió a la suspensión del mismo cuando se produjeron cambios drásticos en el panorama económico mundial. En este nuevo contexto, cesó la magnitud de los influjos de capitales a Chile y el control selectivo no demostró efectividad en desacoplar la economía del choque exógeno adverso de mayor impacto para la época (crisis financiera del Sudeste Asiático) debido a que no neutralizó la volatilidad de las variables macroeconómicas. En el caso de la República Checa, adicionalmente al choque de origen externo antes mencionado, la economía también estuvo expuesta a desajustes macroeconómicos internos derivados de su incipiente apertura hacia el mercado, sin embargo, en ambos casos el control de capitales no logró reducir la volatilidad de las variables macroeconómicas analizadas. Ante estos eventos críticos, los controles selectivos de capitales, más que reducir de manera efectiva la exposición a la vulnerabilidad, al ries

go de origen externo, y el consecuente efecto contagio, más bien mostraron, contraproducentemente a la propuesta de su aplicación, un comportamiento pro cíclico y correlacionado con las distorsiones que producían y propagaban dichos eventos.

En definitiva, el control selectivo de capitales aplicado en Chile, durante el periodo de estudio de la presente investigación, sólo tuvo algún efecto importante en la recomposición de los flujos de capital, sin alterar el volumen agregado de los flujos. Chile registró mayor participación de la inversión directa neta como porcentaje del producto interno bruto.

Del análisis y evaluación empírica de los controles selectivos de capitales sometidos al presente estudio, se desprende que los mismos, como medida única y aislada del resto de las políticas económicas, no parecieran producir "estabilizadores automáticos" para la economía. Los resultados tienden a indicar que, en caso de implantar este tipo de medida económica, la misma sólo produce efectos de corto plazo en escenarios no expuestos a choques económicos adversos de origen externo.

El control selectivo de capitales (encaje no remunerado) aplicado en Chile, presentó mayor dispersión relativa de datos (coeficiente de variación) con respecto al control selectivo de capitales (restricción cuantitativa de capitales) aplicado en la república Checa, en las siguientes variables: inversión directa neta como porcentaje del producto interno bruto, tipo de cambio real efectivo multilateral e índice de inflación.

El control selectivo de capitales aplicado en la República Checa registró mayor dispersión relativa de datos con respecto al control selectivo de capitales aplicado en Chile en las variables: cuenta de capital y financiera como porcentaje del producto interno bruto, tasa de crecimiento del producto interno bruto real y tasa de interés de corto plazo.

México, economía no sometida a controles de capital durante el periodo de estudio, presentó mayor dispersión relativa de datos en las variables: cuenta de capital y financiera como porcentaje del producto interno bruto y tasa de interés de corto plazo.

Por último, la evidencia empírica muestra que los controles selectivos de capital, por sí solos, no parecen generar estabilidad en las principales variables macroeconómicas

que caracterizan a un país. Los datos parecen indicar que el equilibrio económico depende, esencialmente, de un conjunto armónico de políticas integradas, tales como, fundamentos económicos internos, regulaciones prudenciales, difusión y transparencia en la información y medidas puntuales y transitorias de control, como los controles selectivos de capitales. Precisamente, el control aplicado por Chile, dada su naturaleza de menor interferencia con el funcionamiento del mercado, pudiera incluirse entre el conjunto de herramientas de política económica dirigida a reforzar, por un periodo de tiempo determinado, la estabilidad macroeconómica.

REFERENCIAS

Blair, P. (2003). Capital Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Growth [Documento en línea]. Disponible: http://www.jstor. org/pss/3132206 [Consulta: 2011, Enero 5]

Bustelo P., García, C., y Olivié, I. (2000). ¿Cómo Afrontar la Globalización Financiera? Reflexiones sobre Liberalización, Controles de Capital y Nueva Arquitectura Financiera Internacional." [Documento en línea].Disponible: http://www.ucm.es/info/eid/pb/REM 2000.pdf [Consulta: 2008, Junio 29].

Chiappe, M., Ocampo, J. (2003). Regulación de la Cuenta de Capitales y Regulación Prudencial Anticíclica en los Países en Desarrollo. Documento en línea]. Disponible: http://www.eclac.org/ publicaciones/Xml /2/20592/lcl226lecap3.pdf [Consulta: 2009, Marzo 3].

Christensen, J. (2004). Capital Inflows, Sterilization and Commercial Bank Speculation: The Case of the Czech Republic en the Mid-1990s., de http://240.180.21/external/pubs/ft/wp/2004/wp04218.pdf. [Documento en línea].Disponible: [Consulta: 2009, Junio 2].

Edwards, S. (1999). How Effective are Capital Controls? [Documento en línea]. Disponible: http://cedeplar.ufmg.br/economia/disciplinas/ecn933a/crocberalizacaoregulamentacaocontascapitais/EDWARDS,%20S.%20HOW%20effective%20are%20capital%20controls.pdf . [Consulta: 2010, Agosto 15]

Edwards, S., De Gregorio, J., y Valdés, R. (2000). Controls on Capital Inflows. Do they Work? [Documento en línea].Disponible: http://papers.ssrn.com/sol3/ papers.cfm?abstract_id=228120. [Consulta: 2009, Mayo 16]

Fanelli, J. (1998). Regulación de los Movimientos de Capital en los Países en Desarrollo: Reflexiones Sobre la Experiencia de los Noventa. [Documento en línea]. Disponible: http://www.bcb.gov.bo/webdocs/iniciales/revistas/ diciembre 1998 /cap6.pdf [Consulta: 2009, Marzo 30]

Fischer, S. (1997). Capital Account Liberalization and the Role of IMF. [Documento en línea].Disponible: http://www.piie.com/ fischer/ pdf/Fischer 141.pdf [Consulta: 2011, Enero 4]

International Monetary Fund. (2000). Capital Controls: Experiences with their Use and Liberalization. [Documento en línea]. Disponible: http://books.google.Com /books?hl=es&lr=&id=4d8SCNYGsC&oi=fnd&pg=PR7&dq=capital+controlsots=Zmun8qoJAG&sig=CCMlQpSJWZdqb_I75JtsN9Z2frA#v=onepage&q&f=fse

Le Fort G., y Lehmann S. (2000). El Encaje, los Flujos de Capitales y el Gasto: una Evaluación Empírica. [Documento en línea]. Disponible: http://www.bcentral.cl/estudios/documentos-trabajo/pdf/dtbc64.pdf. [Consulta: 2009, Abril 4]

Mathieson, D., Rojas-Suárez, L. (1993). Liberalization of the capital Account: Experiences and Issues. [Documento en línea]. Disponible: http://books. google. com/books?hl=es&lr=&id=HIue09Z0wqwC&oi=fnd&pg=PA25&dq=managing +liberalized+capital+account&ots=Kvq74Qh8ei&sig=6ey32wAVkveH_bld04R0 f732tQ#v=onepage&q=managing%20liberalized%20capital%20account&f=false . [Consulta: 2011, Enero 10]

Montiel, P. (2003). Macroeconomics in Emerging Markets. (1ra. Edición). Cambridge: Cambridge University Press.

Ostry, J., Ghosh, K., Habermeir, K., Chamon, M., Qureshi, M., Reinhardt, B. (2010). Capital Inflows: The Role of Controls. International Monetary Fund.

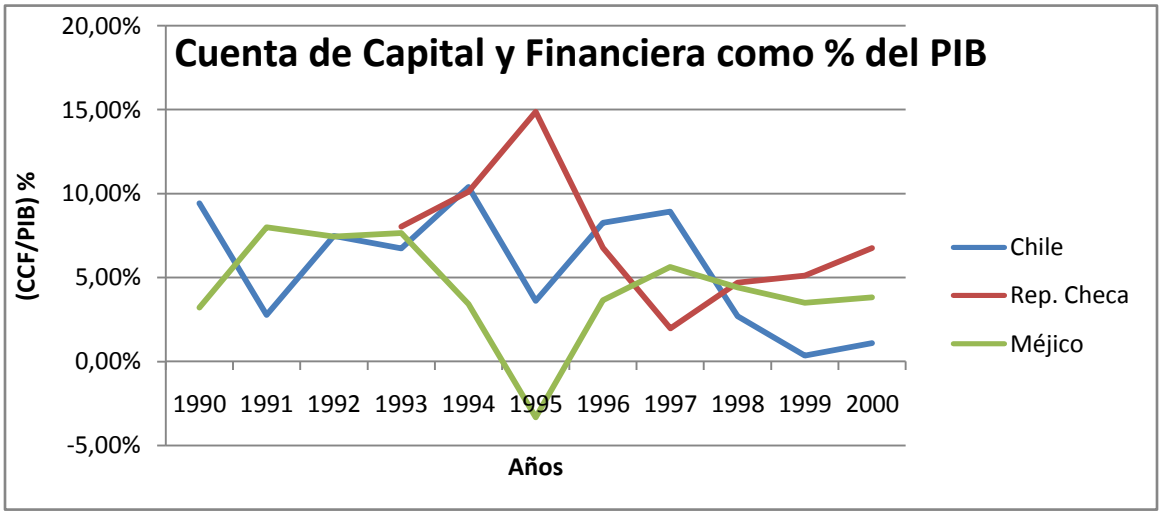
Soto, M., y Valdés, S. (1996). ¿Es el Control Selectivo de Capitales Efectivo en Chile? [Documento en línea]. Disponible: http://ideas.repec.Org/a/ioe/cuadec /v33y1996i98p77-108.html. [Consulta: 2009, Abril 5]

Stiglitz, J. (1999). Back to the Basics: Policies and Strategies for Enhanced Growth and Equity in Post-Crisis Asia. Bangkok.

Vilas, C. (2001) ¿Gobernar la Globalización? Política y Economía en la Regulación de los Movimientos Internacionales de Capital. ? [Documento en línea].Disponible: http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/view/2003 /2384. [Consulta: 2009, Abril 2]

Cuadro y Gráfico 1
Cuenta de Capital y Financiera como % del PIB

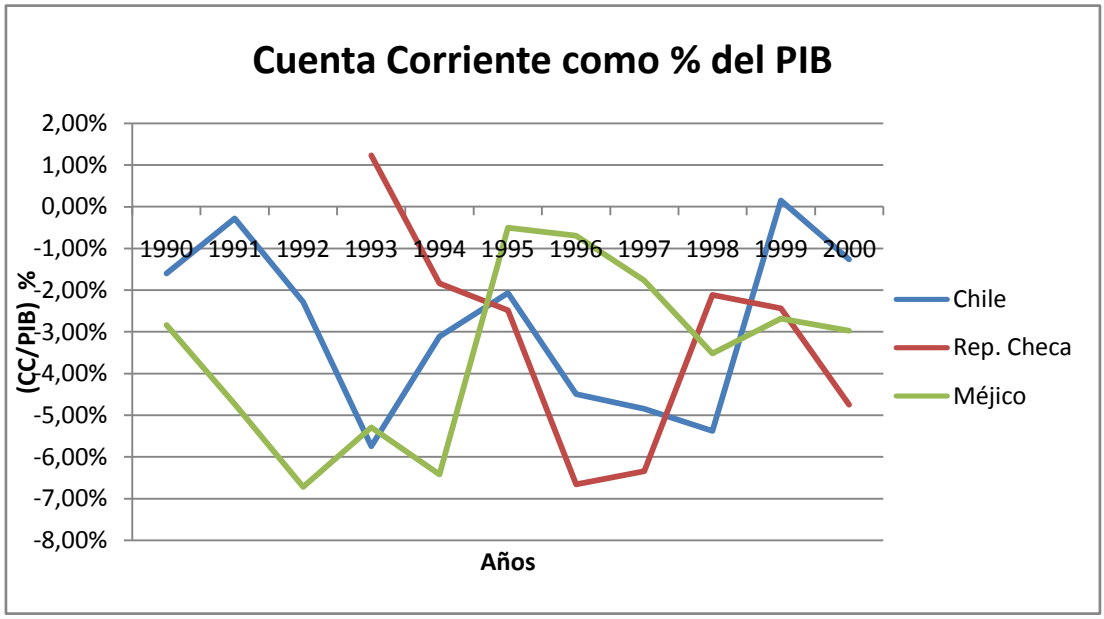
AÑO	CHILE (CF)	CHILE (PIB)	CHILE (CF/PIB)%	REP. CHECA (CF)	REP. CHECA (PIB)	REP. CHECA (CF/PIB)%	MÉXICO (CF)	MÉXICO (PIB)	MÉXICO (CF/PIB)%
1990	2857,03	30323,10	*9,42%*				8441	262710	*3,21%*
1991	963,86	34650,00	*2,78%*				25139	314507	*7,99%*
1992	3132,00	41881,60	*7,48%*				27039	363661	*7,44%*
1993	2994,85	44473,70	*6,73%*	3042,9	37911	*8,03%*	33760	441777	*7,64%*
1994	5293,60	50919,10	*10,40%*	4503,77	44511	*10,12%*	15786,8	462023	*3,42%*
1995	2356,60	65215,40	*3,61%*	8224,64	55256	*14,88%*	-10487	314115	*-3,34%*
1996	5660,21	68567,60	*8,25%*	4202,45	62011	*6,78%*	13297,7	364720	*3,65%*
1997	6741,70	75538,20	*8,92%*	1122,18	57135	*1,96%*	24445	434230	*5,63%*
1998	1966,20	72890,40	*2,70%*	2908,23	61847	*4,70%*	20118,8	455589	*4,42%*
1999	237,14	66097,60	*0,36%*	3079,81	60192	*5,12%*	18148,9	520445	*3,49%*
2000	787,42	70953,30	*1,11%*	3834,85	56717	*6,76%*	24048	628854	*3,82%*
MEDIA			*5,62%*			*6,70%*			*4,31%*
DESVEST			*3,58%*			*4,38%*			*3,13%*
COEFVAR			*0,64*			*0,65*			*0,73*



Nota: Data tomada de Reportes del FMI. Cálculos del Autor

Cuadro y Gráfico 2
Cuenta Corriente como % del PIB

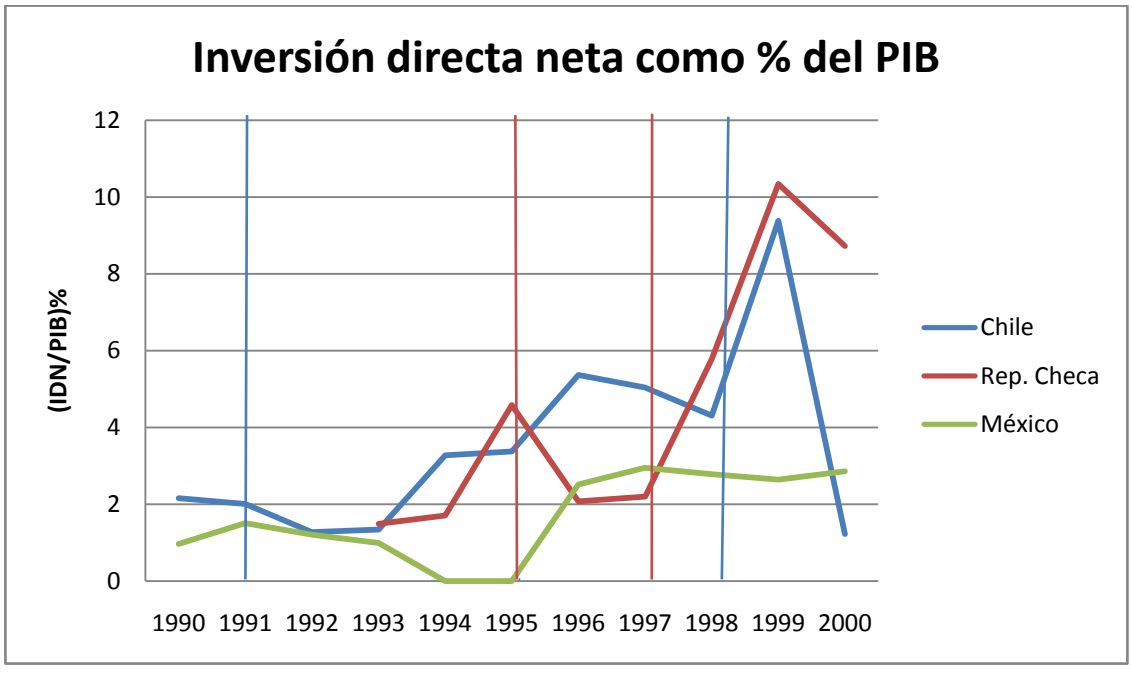
AÑO	CHILE (CC)	CHILE (PIB)	CHILE (CC/PIB)%	REP. CHECA (CC)	REP. CHECA (PIB)	REP. CHECA (CC/PIB)%	MÉXICO (CC)	MÉXICO (PIB)	MÉXICO (CC/PIB)%
1990	-484,61	30323,10	***-1,60%***				-7451	262710	***-2,84%***
1991	-97,70	34650,00	***-0,28%***				-14888	314507	***-4,73%***
1992	-956,90	41881,60	***-2,28%***				-24442	363661	***-6,72%***
1993	-2555,20	44473,70	***-5,75%***	466,33	37911	***1,23%***	-23400	441777	***-5,30%***
1994	-1586,00	50919,10	***-3,11%***	-819,88	44511	***-1,84%***	-29662	462023	***-6,42%***
1995	-1349,60	65215,40	***-2,07%***	-1373,52	55256	***-2,49%***	-1576,4	314115	***-0,50%***
1996	-3082,65	68567,60	***-4,50%***	-4127,55	62011	***-6,66%***	-2536,7	364720	***-0,70%***
1997	-3660,19	75538,20	***-4,85%***	-3621,73	57135	***-6,34%***	-7694,8	434230	***-1,77%***
1998	-3918,43	72890,40	***-5,38%***	-1308,29	61847	***-2,12%***	-16017	455589	***-3,52%***
1999	99,34	66097,60	***0,15%***	-1465,75	60192	***-2,44%***	-13976	520445	***-2,69%***
2000	-897,53	70953,30	***-1,26%***	-2689,76	56717	***-4,74%***	-18708	628854	***-2,97%***
MEDIA			***-2,81%***			***-4,13%***			***-3,47%***
DESVEST			***2,05%***			***2,06%***			***2,12%***
COEFVAR			***-0,73***			***-0,50***			***-0,61***



Nota: Data tomada de Reportes del FMI. Cálculos del Autor

Cuadro y Gráfico 3
Inversión Directa Neta como % del PIB

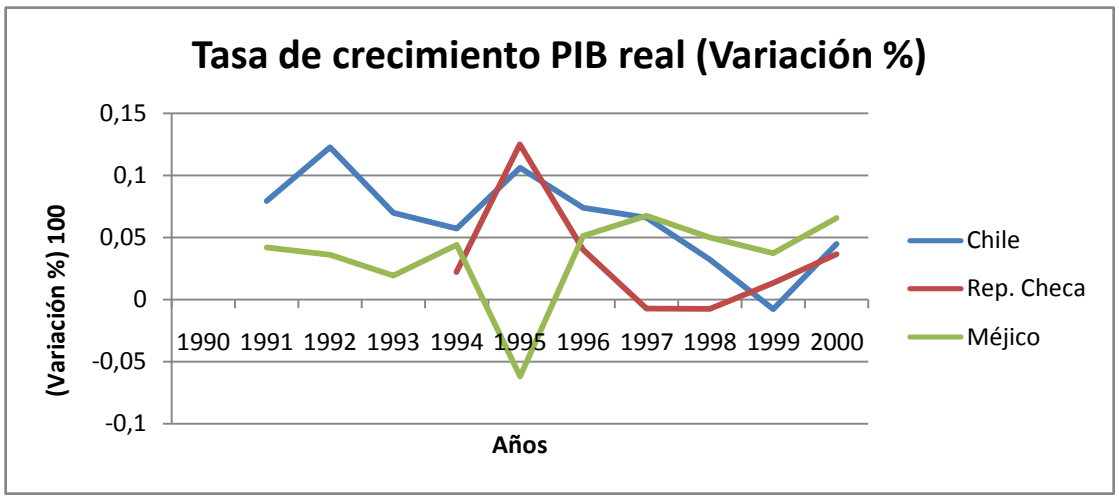
AÑO	CHILE (ID)	CHILE (PIB)	CHILE (ID/PIB)%	REP. CHECA (ID)	REP. CHECA (PIB)	REP. CHECA (ID/PIB)%	MÉXICO (ID)	MÉXICO (PIB)	MÉXICO (ID/PIB)%
1990	653,70	30323,10	*2,16%*				2549	262710	*0,97%*
1991	696,40	34650,00	*2,01%*				4742	314507	*1,51%*
1992	537,30	41881,60	*1,28%*				4393	363661	*1,21%*
1993	600,10	44473,70	*1,35%*	564,36	37911	*1,49%*	4389	441777	*0,99%*
1994	1672,40	50919,10	*3,28%*	761,91	44511	*1,71%*	0	462023	*0*
1995	2205,00	65215,40	*3,38%*	2530,95	55256	*4,58%*	0	314115	*0*
1996	3681,17	68567,60	*5,37%*	1280,58	62011	*2,07%*	9185,6	364720	*2,52%*
1997	3808,71	75538,20	*5,04%*	1258,83	57135	*2,20%*	12829,8	434230	*2,95%*
1998	3144,34	72890,40	*4,31%*	3574,82	61847	*5,78%*	12656,3	455589	*2,78%*
1999	6203,10	66097,60	*9,38%*	6222,62	60192	*10,34%*	13728,3	520445	*2,64%*
2000	873,37	70953,30	*1,23%*	4944,40	56717	*8,72%*	17976,7	628854	*2,86%*
MEDIA			*3,53%*			*5,61%*			*2,05%*
DESVEST			*2,45%*			*3,38%*			*0,86%*
COEFVAR			*0,69*			*0,60*			*0,42*



Nota: Data tomada de Reportes del FMI. Cálculos del Autor

Cuadro y Gráfico 4
Tasa de Crecimiento PIB Real (Variación %)

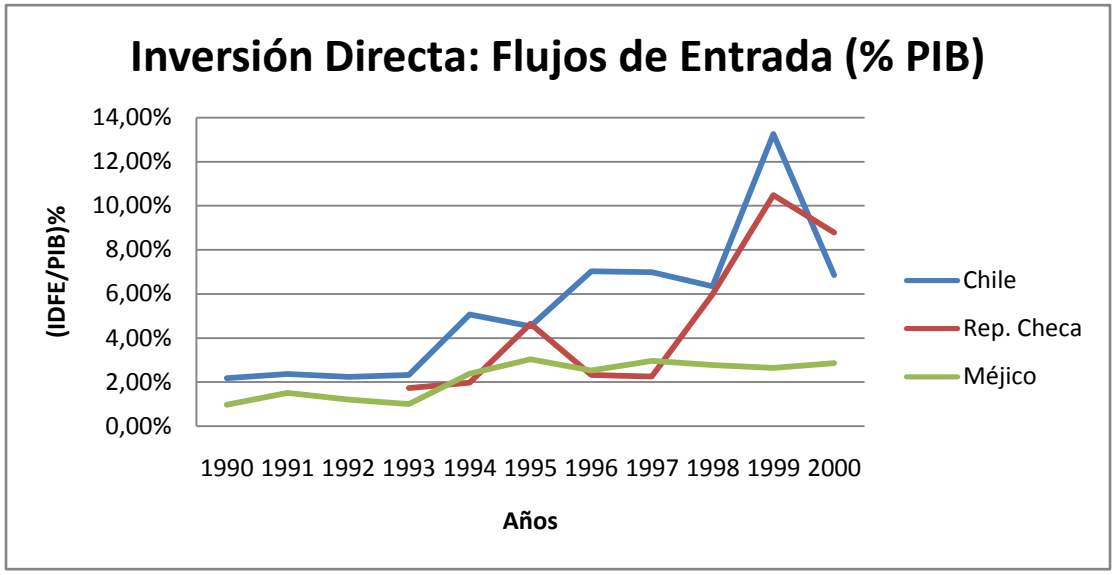
AÑO	CHILE (PIB Índ.)	CHILE (PIB Var.%)	REP. CHECA (PIB Índ.)	REP. CHECA (PIB Var.%)	MÉXICO (PIB Índ.)	MÉXICO (PIB Var.%)
1990	53,79				71,08	
1991	58,07	*7,96%*			74,08	*4,22%*
1992	65,20	*12,28%*			76,76	*3,62%*
1993	69,76	*6,99%*	80,79		78,26	*1,95%*
1994	73,75	*5,72%*	82,58	*2,22%*	81,72	*4,42%*
1995	81,59	*10,63%*	92,9	*12,50%*	76,68	*-6,17%*
1996	87,63	*7,40%*	96,64	*4,03%*	80,63	*5,15%*
1997	93,42	*6,61%*	95,93	*-0,73%*	86,09	*6,77%*
1998	96,44	*3,23%*	95,21	*-0,75%*	90,42	*5,03%*
1999	95,70	*-0,77%*	96,48	*1,33%*	93,82	*3,76%*
2000	100,00	*4,49%*	100	*3,65%*	100	*6,59%*
MEDIA		*6,45%*		*3,18%*		*3,53%*
DESVEST		*3,68%*		*4,52%*		*3,69%*
COEFVAR		*0,57%*		*1,42%*		*1,04%*



Nota: Data tomada de Reportes del FMI. Cálculos del Autor

Cuadro y Gráfico 5
Inversión Directa Flujos de Entrada (% PIB)

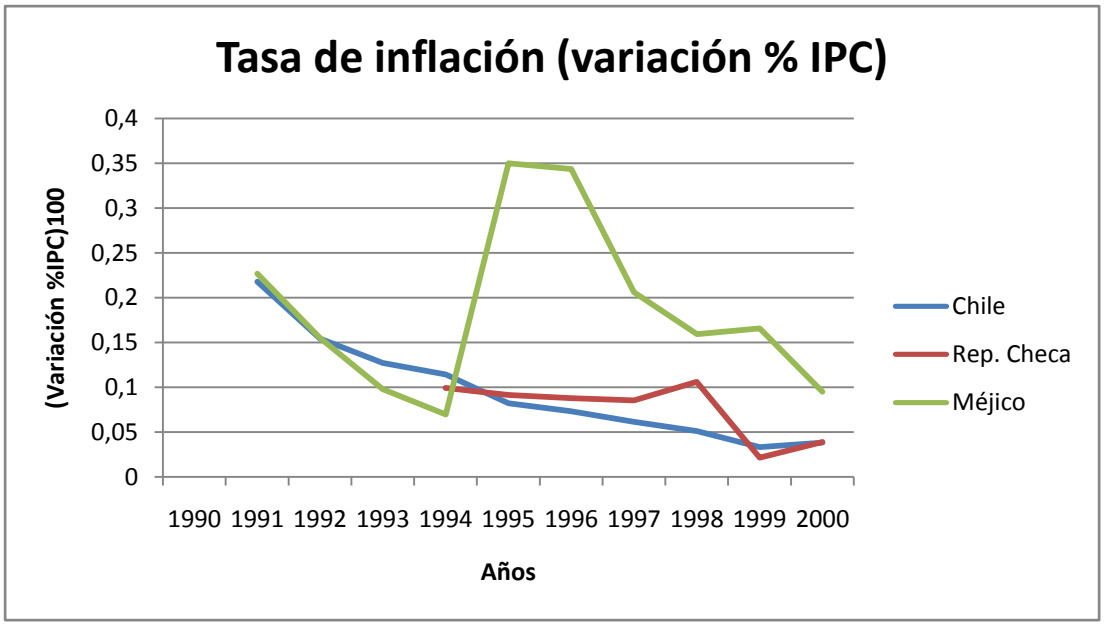
AÑO	CHILE (INFLACIÓN Índ.)	CHILE (INFLACIÓN Var.)%	REP. CHECA (INFLACIÓN Índ.)	REP. CHECA (INFLACIÓN Var.)%	MÉXICO (INFLACIÓN Ind.)	MÉXICO (INFLACIÓN Var.)%
1990	40,71				18,56	
1991	49,58	21,79%			22,77	22,68%
1992	57,23	15,43%			26,3	15,50%
1993	64,51	12,72%	60,08		28,87	9,77%
1994	71,89	11,44%	66,06	9,95%	30,88	6,96%
1995	77,81	8,23%	72,12	9,17%	41,69	35,01%
1996	83,53	7,35%	78,47	8,80%	56,02	34,37%
1997	88,66	6,14%	85,17	8,54%	67,57	20,62%
1998	93,19	5,11%	94,22	10,63%	78,34	15,94%
1999	96,30	3,34%	96,24	2,14%	91,33	16,58%
2000	100,00	3,84%	100,00	3,91%	100	9,49%
MEDIA		9,54%		7,20%		18,69%
DESVEST		5,84%		3,36%		9,75%
COEFVAR		0,61%		0,47%		0,52%



Nota: Data tomada de Reportes del FMI. Cálculos del Autor

Cuadro y Gráfico 6.
Tasa de Inflación (Variación % IPC)

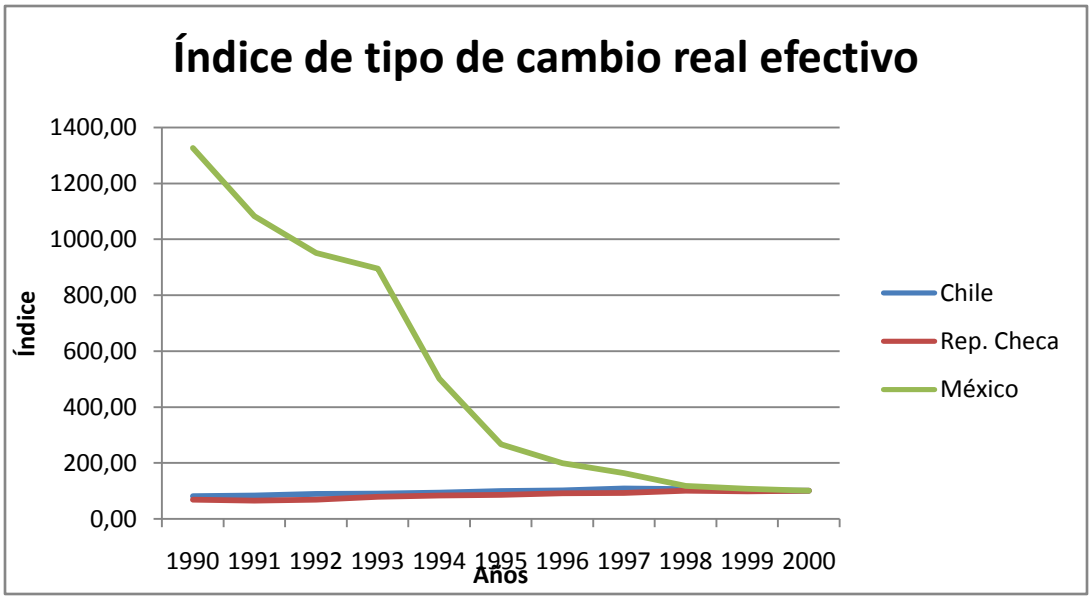
AÑO	CHILE (INFLACIÓN Índ.)	CHILE (INFLACIÓN Var.)%	REP. CHECA (INFLACIÓN Índ.)	REP. CHECA (INFLACIÓN Var.)%	MÉXICO (INFLACIÓN Ind.)	MÉXICO (INFLACIÓN Var.)%
1990	40,71				18,56	
1991	49,58	*21,79%*			22,77	*22,68%*
1992	57,23	*15,43%*			26,3	*15,50%*
1993	64,51	*12,72%*	60,08		28,87	*9,77%*
1994	71,89	*11,44%*	66,06	*9,95%*	30,88	*6,96%*
1995	77,81	*8,23%*	72,12	*9,17%*	41,69	*35,01%*
1996	83,53	*7,35%*	78,47	*8,80%*	56,02	*34,37%*
1997	88,66	*6,14%*	85,17	*8,54%*	67,57	*20,62%*
1998	93,19	*5,11%*	94,22	*10,63%*	78,34	*15,94%*
1999	96,30	*3,34%*	96,24	*2,14%*	91,33	*16,58%*
2000	100,00	*3,84%*	100,00	*3,91%*	100	*9,49%*
MEDIA		*9,54%*		*7,20%*		*18,69%*
DESVEST		*5,84%*		*3,36%*		*9,75%*
COEFVAR		*0,61%*		*0,47%*		*0,52%*



Nota: Data tomada de Reportes del FMI. Cálculos del Autor

Cuadro y Gráfico 7
Índice de Tipo de Cambio Real Efectivo

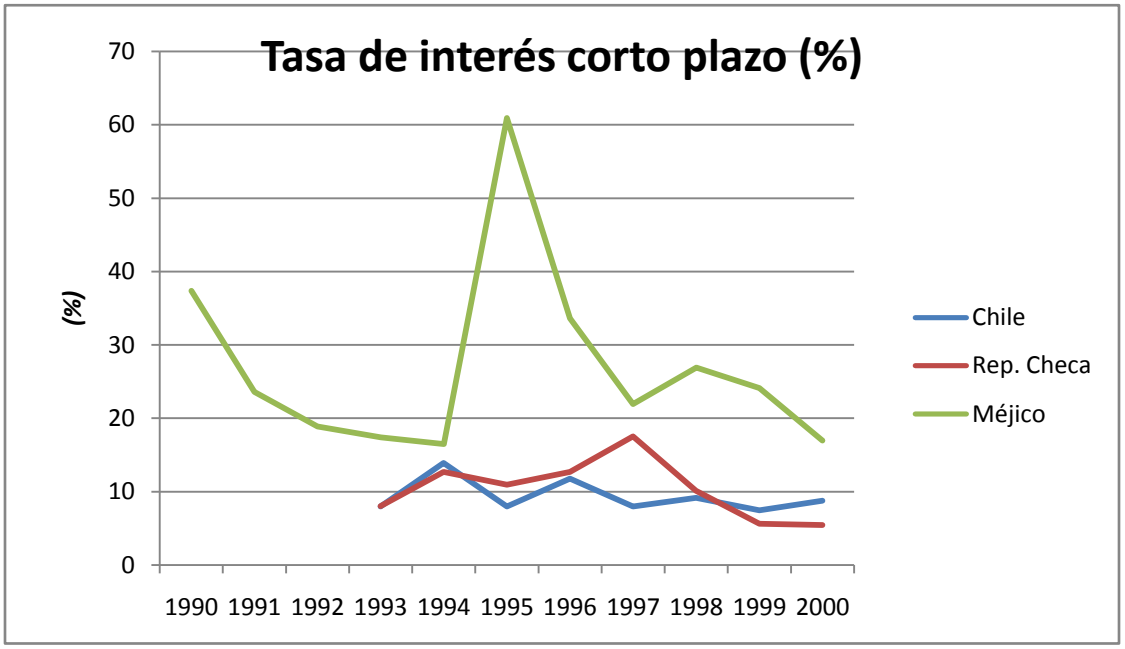
AÑO	CHILE (T/C Índ.)	CHILE (T/C Var.)%	REP. CHECA (T/C Índ.)	REP. CHECA (T/C Var.)%	MÉXICO (T/C Índ.)	MÉXICO (T/C VAR.)%
1990	80,50		68,55		1326,29	
1991	83,23	3,39%	64,60	-5,76%	1082,76	-18,36%
1992	88,00	5,73%	67,61	4,66%	950,28	-12,24%
1993	89,79	2,03%	78,35	15,89%	894,16	-5,91%
1994	92,91	3,47%	82,62	5,45%	500,51	-44,02%
1995	98,48	6,00%	85,44	3,41%	265,88	-46,88%
1996	100,46	2,01%	91,04	6,55%	198,23	-25,44%
1997	107,80	7,31%	92,06	1,12%	163,40	-17,57%
1998	105,83	-1,83%	100,29	8,94%	117,16	-28,30%
1999	100,82	-4,73%	98,48	-1,80%	106,58	-9,03%
2000	100,00	-0,81%	100,00	1,54%	100,00	-6,17%
MEDIA		2,26%		4,00%		-21,39%
DESVEST		3,79%		5,95%		14,75%
COEFVAR		1,68		1,49		-0,69



Nota: Data tomada de Reportes del FMI. Cálculos del Autor

Cuadro y Gráfico 8
Tasa de Interés Corto Plazo (%)

AÑO	CHILE (Tasa Redescuento)	REP. CHECA (Tasa Money Market)	MÉXICO (Tasa Money Market)
1990			37,36
1991			23,58
1992			18,87
1993	7,96	8,00	17,39
1994	13,89	12,65	16,47
1995	7,96	10,93	60,92
1996	11,75	12,67	33,61
1997	7,96	17,5	21,91
1998	9,12	10,08	26,89
1999	7,44	5,58	24,1
2000	8,73	5,42	16,96
MEDIA	**9,35%**	**10,35%**	**27,10%**
DESVEST	**2,28%**	**4,05%**	**13,11%**
COEFVAR	**0,24%**	**0,39%**	**0,48%**



Nota: Data tomada de Reportes del FMI. Cálculos del Autor