

## ESTUDIO

### APERTURA FINANCIERA: ¿POSTERGACIÓN INDEFINIDA?\*

Salvador Valdés Prieto y  
Marcelo Soto Alarcón

A la luz de la crisis mexicana, en este trabajo se evalúan las perspectivas para la apertura financiera en Chile. Si bien la tradicional política chilena de gravar la intermediación financiera internacional pareció haber sido abandonada durante 1994 —advierten los autores—, la crisis mexicana revirtió esa incipiente tendencia. En efecto, la máxima autoridad del Gobierno afirma que Chile se ha beneficiado de los controles de cambio existentes, por lo cual habría que mantenerlos y fortalecerlos. Se olvida, sin embargo, que el buen desempeño macroeconómico chileno se ha debido a la solidez de sus cuentas fiscales, al abundante ahorro privado y a una política monetaria no guiada por las presiones electorales. El presente trabajo describe cuáles serán las futuras medidas de control cambiario que se aplicarán si esta visión más reguladora se impone.

SALVADOR VALDÉS PRIETO. Ph. D. en Economía, MIT. Ingeniero Civil Industrial, Universidad Católica de Chile. Profesor del Instituto de Economía de la Universidad Católica de Chile.

MARCELO SOTO ALARCÓN. Magister en Economía e Ingeniero Comercial, Universidad Católica de Chile. Actualmente se desempeña en una empresa del sector financiero chileno.

\* Agradecemos los comentarios de Rodrigo Vergara y de los asistentes a un desayuno en el Centro de Estudios Públicos a una versión anterior de este trabajo.

El objetivo de este trabajo es evaluar las perspectivas para la apertura financiera en Chile, a la luz de la crisis mexicana y de la subsiguiente reacción de las autoridades chilenas. La apertura financiera en Chile depende de la disposición de las autoridades para desgravar las operaciones de cambios asociadas a los movimientos de capital financiero transfronterizo y para permitir a los intermediarios chilenos participar más libremente en los mercados internacionales.

La experiencia internacional muestra que la inestabilidad de los movimientos internacionales de capital se origina en su mayor parte en la inestabilidad de las políticas macroeconómicas. Los países más avanzados evitan los controles de cambio con el objeto de asegurar la continuidad de una buena administración de la política macroeconómica. Los controles de cambio son un analgésico porque no solucionan los problemas de fondo. En efecto, gracias al control de cambio las autoridades pueden darse el lujo de mantener políticas erradas sin provocar movimientos de capitales espectaculares y otros desequilibrios.

Además, los controles de cambio han sido desechados por los países en desarrollo de mayor éxito debido a su efecto negativo en la confianza de los inversionistas extranjeros, que han vivido muchos episodios de expropiación indirecta por la vía de controles de cambio discriminatorios. Chile también ha expropiado a los extranjeros por esta vía en numerosas ocasiones pasadas.

La revisión histórica de la experiencia chilena muestra que en los años 90 se mantuvo la tendencia secular a gravar el capital financiero de corto plazo, aunque también continuó la tendencia iniciada en 1974 a desgravar las demás operaciones de cambio. La evidencia empírica revisada, que incluye el reciente trabajo de Soto (1995), muestra que el encaje, introducido en 1991 y perfeccionado continuamente por el Banco Central, ha tenido un efecto neto reducido sobre la magnitud de los flujos de capital financiero de corto plazo, provocando cambios de composición mucho mayores que reducciones en su escala total. Tan interesante como lo anterior es que el encaje no ha tenido impacto sobre el tipo de cambio real ni siquiera en el corto plazo.

Si bien la política de gravar el desarrollo de la intermediación financiera internacional pareció haber sido abandonada durante 1994, la crisis mexicana revirtió esa incipiente tendencia. El Presidente Frei afirma que Chile se ha beneficiado de los controles de cambio existentes, lo que implica que debería mantenerlos y fortalecerlos. Los controles de cambio han sido declarados ser la fuente de muchos bienes, ya que proveerían estabilidad en el crecimiento, solidez en las cuentas externas, protección a los sectores exportadores y sustituidores de productos importables, y asegura-

rían la confianza de nuestros socios comerciales. Se olvidó que el buen desempeño macroeconómico chileno se ha debido a la solidez de sus cuentas fiscales, al abundante ahorro privado y a una política monetaria que no ha sido usada para satisfacer metas electorales.

En su parte final, este trabajo detalla cuáles serán las futuras medidas de control cambiario que se aplicarán si esta nueva visión se impone. La nueva política castigaría el desarrollo del sector financiero y ofrecería un premio a la internacionalización de las empresas chilenas, ya que las empresas multinacionales pueden evitar los costos de estos controles con mayor facilidad. Por otra parte, se muestra que los controles de cambio vigentes y los planeados seguirán siendo incapaces de afectar el tipo de cambio real, porque cada vez en mayor medida los flujos de capital marginales son flujos de salida, en que inversionistas chilenos deciden entre postergar o no la diversificación internacional de sus carteras. Los costos sociales del abandono de la apertura financiera serían significativos.

## **1. Los controles de cambio**

No se debe confundir a los controles de cambio, que impiden la existencia de un mercado único y de libre acceso de divisas, con las herramientas de la política cambiaria. Estas últimas incluyen la promesa de comprar y vender divisas para defender los límites de la banda de flotación anunciada, la promesa de ajustar el punto central de esa banda de acuerdo a una regla (con o sin canasta de monedas) y la "intervención sucia" al interior de la banda.

En general, los controles de cambio pueden afectar tanto a operaciones de la cuenta corriente como de la cuenta de capitales, ambas de la balanza de pagos. Los controles de cambio importantes en Chile hoy atañen sólo a la cuenta de capitales.

Después de la eliminación del plazo máximo de retorno para los exportadores en abril de 1995, la única restricción a las operaciones en cuenta corriente que sobrevive es el plazo máximo para exportar productos por los cuales se ha recibido un anticipo. Este plazo corresponde a 300 días a partir del momento en que se liquiden los anticipos recibidos. Este requisito limita la escala en que los exportadores pueden financiarse vía anticipos. Las últimas modificaciones de abril también suprimieron la obligatoriedad de liquidar una parte de los ingresos de las exportaciones en el mercado cambiario formal.

La mayoría de los controles vigentes afectan a los movimientos internacionales de capital realizados por el sector privado. Entre ellos destacan:

a) El "encaje", que es una reserva obligatoria no remunerada (no gana intereses) que debe constituirse en el Banco Central por un año, por el 30% de toda operación de crédito externo. Existen dos operaciones de cambio que están exentas del encaje, que son los anticipos a exportadores y el pago diferido de las importaciones.

b) Prohibición de captar fondos externos emitiendo acciones (como ADRs) o bonos internacionales sin que el emisor cuente con una clasificación de riesgo suficientemente buena, aunque exista un inversionista experto interesado.

c) Residencia mínima de un año en Chile para todas las inversiones externas directas acogidas al DL 600. Los créditos asociados a la inversión extranjera están sujetos al encaje.

d) Prohibición a los residentes en Chile, excepto algunos, de comprar divisas en el mercado cambiario formal para invertir en el extranjero. Las empresas y personas que invierten en el extranjero deben hacerlo a través del mercado cambiario informal, cuyo tipo de cambio podría distanciarse del formal en el futuro. Las excepciones son los fondos de pensiones, las compañías de seguros, los fondos mutuos y los bancos, pero todos ellos están sujetos a regulaciones sectoriales.

Cabe destacar que la reducción o aumento de los controles de cambio no requieren de ley, sino sólo de un acuerdo entre el Ministro de Hacienda y el Consejo del Banco Central.

Además, existen regulaciones financieras que no son consideradas "cambiarías" porque no se definen en base a una operación de cambios, pero que surten el efecto de separar algunos mercados cambiarios:

i) A partir de mayo de 1995, los Fondos de Pensiones no pueden invertir más del 9,0% de su activo en el exterior, y no más del 4,5% en acciones y bonos convertibles extranjeros autorizados por la Comisión Clasificadora de Riesgo. Tampoco pueden invertir más del 37% en acciones incluyendo las extranjeras. Hasta 1990, a las AFPs no se les permitió invertir en el exterior.

ii) A partir de mayo de 1995, las compañías de seguros pueden invertir hasta el 15% de sus reservas y patrimonio de riesgo en el exterior, del cual no más de 5% en acciones y bonos convertibles

extranjeros. Además pueden invertir hasta 3% en bienes raíces ubicados en el exterior.

iii) Está prohibido a los bancos otorgar créditos y avales a personas no residentes en Chile. Cabe destacar que esta restricción no es de origen prudencial, ya que muchos bancos prudentes prestan internacionalmente. Además, deben cumplir la norma de calce del Banco Central, que requiere que el saldo neto de activos y pasivos en moneda extranjera no supere el 20% del capital y reservas de cada banco.

iv) Los fondos mutuos vendidos a residentes en Chile no pueden invertir más del 30% de su activo en el exterior.

El tratamiento tributario a los flujos de capitales internacionales también puede separar mercados financieros. Algunas disposiciones importantes son el impuesto de 10% a los Fondos de Inversión de Capital Extranjero, que les permite pagar más por ciertos activos. El 30% cobrado a las ganancias de capital realizadas por extranjeros en Chile disminuye la disposición a pagar por ciertos activos de algunos extranjeros. Las tres opciones de tratamiento tributario que proporciona el DL 600 a la inversión extranjera directa ofrece más garantías a los inversionistas extranjeros que a los nacionales.

## **2. La crisis mexicana y el renacimiento del control de cambios**

Hasta fines de 1994 las autoridades estaban embarcadas en un proceso de reducción gradual de los controles de cambio, pero eso parece haber cambiado ya. Al parecer, la crisis mexicana y el efecto "tequila" han modificado los criterios de las autoridades chilenas. Se afirma ahora que Chile se ha *beneficiado* de los controles de cambio, especialmente del encaje, porque habrían detenido las entradas de capital especulativo de corto plazo, que es vulnerable a pánicos masivos pero injustificados. Esta apreciación sugiere que de ahora en adelante las autoridades podrían dedicar sus esfuerzos a mantener y fortalecer los controles a los movimientos internacionales de capital efectuados por el sector privado.

Sin embargo, se debe ser cauteloso respecto a las razones esgrimidas por los mexicanos para explicar la fuga de capitales que sufrieron a finales del año pasado. Al principio, el Banco Central de México justificó

la devaluación de diciembre y posterior flotación alegando que un irracional "pánico" de inversionistas había reducido sus reservas en casi 20 mil millones de dólares desde principios de 1994. Esta interpretación desconoce que la política macroeconómica de México fue insostenible durante 1994.

La verdad se ha impuesto con el paso de los meses. Los inversionistas internacionales comenzaron a preocuparse a partir del asesinato de Donaldo Colosio, exigiendo una mayor tasa de interés para mantener sus inversiones en México. En vez de aceptar el hecho y la recesión asociada, el Banco de México inyectó liquidez al mercado monetario y cambió la estructura de plazos de su deuda doméstica hacia el corto plazo. Además, cambió la composición de monedas de su deuda en favor de las denominadas en dólares. Por su parte, el Gobierno estaba enfrascado en una difícil lucha electoral, por lo que algunos de sus bancos de desarrollo hicieron numerosos préstamos irrecuperables. Ellos fueron financiados con captaciones en el mercado de capitales, generando una segunda presión al alza de las tasas de interés que también fue ahogada por el Banco de México. Sin embargo, como el riesgo país había subido y la demanda doméstica también, las inyecciones de liquidez provocaron salidas de capitales, que acabaron con las reservas del Banco de México. Sin embargo, como ese banco no publica el monto de sus reservas sino con cinco o seis meses de rezago, muchos inversionistas sólo pudieron darse cuenta de la magnitud del desequilibrio a comienzos de diciembre, y en ese momento escaparon en masa.

Como los inversionistas internacionales reevaluaron sus carteras y castigaron también sus inversiones en Argentina y Brasil, Chile empezó a temer que el "pánico" también lo afectara. Pero los precios de las acciones chilenas fueron menos afectados que los de esos países. Además, nuestro sistema cambiario acomodó fácilmente una suave depreciación del peso respecto del centro de la banda. Cuando surgió la pregunta ¿qué diferencia a Chile?, los mexicanos ofrecieron una explicación que les convenía: Los capitales que llegaron a Chile son menos "especulativos", y eso se habría debido a los controles cambianos chilenos, en especial al encaje. Aquellas de nuestras autoridades que apoyan esos controles de cambio secundaron esa posición, sosteniendo que habían tenido razón en mantener y aumentar el encaje a pesar de las críticas.

A continuación veremos por qué algunas autoridades chilenas apoyan los controles de cambio a los capitales privados. Revisaremos la tradición, el pasado reciente y la experiencia internacional.

### 3. Tradición chilena de control de cambios

Los controles de cambio fueron popularizados por la generación de economistas europeos que vivió las turbulencias monetarias de los años 1921-1938. En 1945, al diseñar el Acuerdo de Bretton Woods, que rigió al sistema monetario internacional hasta 1973, optaron por restringir severamente los movimientos internacionales de capital privado. Es útil recordar que, aduciendo las mismas razones respecto a los mercados financieros domésticos, esa generación aplicó medidas similares a nivel doméstico, fijando las tasas de interés, dirigiendo el crédito y gravando la inversión en acciones de oferta pública.

Chile adoptó controles de cambio por primera vez en 1931, cuando el embargo europeo al salitre chileno y la recesión mundial redujeron los ingresos de divisas a niveles ínfimos (Valdés, 1989). Al principio, el control de cambios sólo se utilizó para gravar las exportaciones de cobre, es decir para gravar a los inversionistas extranjeros (obligándolos a vender divisas a un tipo de cambio artificialmente bajo).

Incluso antes de los años 40 y sobre todo a partir de ese año, los controles de cambio chilenos se convirtieron en un instrumento de proteccionismo comercial y en fuente de favores arbitrarios. Aparte de generar importantes ineficiencias económicas, la presencia de esta fuente de favores arbitrarios y su captura por los partidos políticos socavaron nuestra estabilidad política. Los controles de cambio seguían un patrón cíclico: cuando subía el precio del cobre y mejoraba la balanza de pagos, se reducían los controles, y cuando bajaban las exportaciones se fortalecían los controles. Es entendible que Chile no haya accedido al mercado internacional de capital privado que empezaba a gestarse a fines de los años 50.

Los controles de cambio chilenos llegaron al paroxismo en 1962, cuando el Presidente Jorge Alessandri enfrentó el fracaso de su plan de reducción de la inflación con una violenta reimposición del control de cambios. Entre otras medidas, declaró que la mera posesión de moneda extranjera (un billete, monedas) era un delito penado con la pena de cárcel. Sólo en 1974 dejó de ser ilegal poseer billetes y monedas extranjeras.

En ese año se produjo un avance notable, porque se eliminó la gran mayoría de las restricciones cambiarias que afectaban al comercio internacional de bienes y servicios factoriales. Ese año se genera la estructura observada hasta hoy en el control de cambios chileno: la inversión extranjera directa cuenta con mecanismos *ad hoc* como el DL 600, pero los demás movimientos internacionales de capital privado son restringidos. En realidad, entre 1974 y

1979 existió más libertad cambiaria que en la actualidad, porque los movimientos internacionales de capital realizados por privados distintos de los intermediarios financieros estaban libres de gravámenes.<sup>1</sup> Fue sólo a partir de 1979 que las operaciones del artículo XIV (capitales con garantía de acceso al mercado cambiario formal) realizadas por entes no bancarios fueron sujetas a encajes (Valdés, 1995).

A pesar de la ola de políticas de libre mercado, entre muchos expertos chilenos sobrevivió la tesis de que las turbulencias en los mercados transfronterizos de capital privado pueden ser reducidas con controles cambiarios. Así, el Banco Central de Chile estrenó en 1979 un sistema de encajes no remunerados a los créditos externos del artículo XIV, cuya tasa era de 100% para los créditos a menos de dos años plazo. La tasa de encaje caía al aumentar el plazo del crédito, llegando a cero cuando el plazo promedio del crédito superaba los 66 meses (5,5 años).

Sin embargo, algunos autores han sugerido que ese encaje tuvo efectos contraproducentes (Valdés, 1995a). En efecto, la intervención del Gobierno en la duración de esos contratos de crédito puede sugerir que el Gobierno está garantizando implícitamente algunas condiciones del contrato, lo que puede aumentar en vez de disminuir la entrada de capitales. Por ejemplo, las partes privadas pueden haber pensado que el Banco Central estaba garantizando la disponibilidad de moneda extranjera para el repago *a un precio razonable*. Esta creencia, de hecho, se materializó en Chile en 1982 con las exigencias de los sectores endeudados en dólares que estimaban haber sido traicionados al ser forzados por ese encaje a endeudarse a largo plazo. Estas exigencias fueron consideradas suficientemente equitativas y los grupos afectados fueron tan masivos que se concedió el "subsidio del dólar preferencial", que consistió en un precio del dólar más bajo para pagar la deuda externa y la deuda interna expresada en dólares. Éste se aplicó durante 1982-1985 a un enorme costo fiscal.

A raíz de la crisis cambiaria de junio-septiembre de 1982, el control de cambios fue reforzado en octubre. La prohibición de servir la deuda externa privada se emitió debido a la corrida de los bancos internacionales provocada por la intervención de bancos de enero de 1983 y se mantuvo durante toda la crisis de la deuda. La Ley Orgánica del Banco Central, diseñada en 1989 por autoridades partidarias del libre mercado, entregó las facultades que las actuales autoridades han utilizado para imponer el encaje.

<sup>1</sup> Los bancos, en cambio, estaban más restringidos que en la actualidad porque existía un límite estricto para la tasa de aumento mensual de su endeudamiento externo neto. Ese límite fue eliminado en abril de 1980.

#### 4. ¿Por qué han sido abandonados en Europa y Asia?

En los años 70 y 80, mientras Chile titubeaba entre eliminar y profundizar sus controles sobre los movimientos internacionales de capital privado, Europa y Asia Oriental eliminaron casi todos sus controles. Alemania eliminó todos sus controles en 1958, Japón en 1980, el resto de Europa en los años 80. Ya en 1978 el tratado de constitución del Fondo Monetario Internacional fue modificado para incluir entre sus objetivos la eliminación de los controles de cambio (Valdés, 1989). Singapur, Malasia y Tailandia eliminaron los controles a la salida de capitales mucho antes que los controles a la entrada. Indonesia cuenta con un mercado cambiario unificado desde 1965. Sólo Corea del Sur ha mantenido fuertes controles a la entrada de capital,<sup>2</sup> por motivos asociados a su política industrial que favorece a los grupos que lideran las industrias pesadas y sostienen el equilibrio político (*The Economist*, 1995).

El que los países más desarrollados hayan abandonado los controles cambiarios a los movimientos internacionales de capital privado hace pensar que Chile no ha madurado suficientemente este problema. Los motivos de estos países fueron los siguientes:

- a) Una buena parte de la inestabilidad de los flujos internacionales de capital privado se origina en políticas macroeconómicas inestables

Este hecho universal está bien documentado para los años 1973-1981 en el caso del dólar de EE.UU. Como muestran Domínguez y Frankel (1993), muchos de los movimientos de mediano plazo del dólar (a más de seis meses) se explican por movimientos contemporáneos de variables macroeconómicas relativas, tales como las ofertas monetarias, los niveles de actividad, las tasas de interés y las tasas de inflación. Por ejemplo, la fuerte apreciación del dólar en 1980-1984 se explica bien por el alza en la diferencia entre las tasas de interés reales de largo plazo en dólares respecto a otras monedas.

De este hecho empírico *no* se deduce que un país que ha adoptado políticas fiscales y monetarias sostenibles y estables nunca vivirá fluctua-

<sup>2</sup> El más famoso control vigente en Corea es la limitación a 15% de las acciones de un mismo emisor que pueden mantener colectivamente los extranjeros. Este control impide a los extranjeros colocar acciones en las empresas medianas que no son parte de un *chaebol*, y genera dos precios para una misma acción: uno para extranjeros, y otro para residentes en Corea (que es más bajo).

ciones masivas en los flujos internacionales de capital privado, sino que ellas serán menos frecuentes. Esas fluctuaciones pueden ocurrir, originándose en políticas inestables de países importantes en el mercado de capitales internacional en los que participe nuestro país (México, Argentina), y también en ciertos errores del sector privado, como veremos más adelante.

Por otro lado, se deduce de este hecho que un gobierno que elimina los controles a los flujos internacionales de capital privado compromete a los futuros gobiernos de su país a mantener políticas fiscales y monetarias sostenibles, bajo pena de enfrentarse a fuertes movimientos de capital privado.

Considerando estas relaciones, es comprensible que los mercados internacionales de capital premien con una reducción en el premio por riesgo país a muchos de los países que eliminan sus controles cambiarios en un escenario de credibilidad macroeconómica. En efecto, la eliminación de controles cambiarios anuncia una política macroeconómica más estable hacia el futuro. Sin embargo, si un país elimina sus controles de capital sin haber alcanzado la estabilidad, o sin haber asegurado que esa estabilidad fiscal será sostenida en el futuro, no verá caer sino aumentar su riesgo país y estará jugando con el desastre, como ocurrió con México recientemente.

#### b) Los controles de cambio ahuyentan la inversión extranjera directa

Muchos países en desarrollo del este de Asia eliminaron los controles de cambio por un motivo simple. Ellos deseaban atraer inversión extranjera directa, tanto por los recursos como porque trae consigo nuevas tecnologías, *know-how* y capacitación para la mano de obra local. Por su parte, los inversionistas extranjeros desconfían de los países con costumbre de imponer controles de cambio porque ellos se han usado tradicionalmente para expropiarles parte de las utilidades como hizo Chile en 1932-1971. Luego, se estimó necesario eliminar estos controles, unificando el mercado cambiario, para acceder plenamente a la inversión extranjera directa.

Se podría pensar que este punto es erróneo, porque es legalmente factible otorgar seguridad jurídica a la inversión extranjera directa sin otorgarla a otras formas de capital extranjero, especialmente al capital financiero. Eso fue intentado por Chile al diseñar el artículo 14 de la ley de cambios internacionales, de 1974, que aseguró a los inversionistas del DL 600 acceso al mismo mercado cambiario usado por los importadores. Sin embargo, la experiencia chilena es que muchos extranjeros aprobaron autorizaciones de inversión que sólo materializaron 10 ó 15 años después.

Si bien ese resultado se debe a muchos factores, no puede descartarse que los controles de cambio vigentes en Chile hasta hoy hayan desalentado la inversión extranjera directa.

c) Las dificultades de implementar controles de cambio resistentes a la evasión financiera

Si bien esta explicación es útil para entender por qué muchos países han eliminado los controles de cambio, no es una razón de principios para hacerlo.

La literatura económica reciente ha tomado la posición —un tanto extrema— de que los controles de cambio se hacen inefectivos en un plazo muy corto (meses) desde su introducción. Mathieson y Rojas (1993) muestran un conjunto de evidencia obtenida en un grupo de países desarrollados y en desarrollo en la que constatan que los distintos tipos de impuestos al financiamiento externo sólo funcionan por períodos de tiempo cortos. Corbo y Hernández (1994) llegan a una conclusión similar, pero esta vez para las restricciones cuantitativas tales como los límites al endeudamiento externo aplicados a los bancos y empresas. En su trabajo sobre la experiencia obtenida de nueve países "emergentes", esos autores llegan a la conclusión que este tipo de limitaciones son efectivas sólo en el corto plazo. En el largo plazo, la integración de los mercados financieros y la sofisticación de los intermediarios que actúan en dicho mercado hacen que, de alguna forma, estas restricciones sean evadidas.

Una interpretación más realista es que en la mayoría de los países ha faltado, o la capacidad administrativa y legal para definir y hacer cumplir controles de cambio efectivos, o la voluntad política de perfeccionar continuamente los controles de cambio para contrarrestar las nuevas formas de evasión que idean los arbitradores financieros. Esta interpretación deja un espacio para que los controles de cambio al capital financiero sean efectivos, explicando las experiencias de Bélgica, Colombia, Corea del Sur, Chile e Italia, que por décadas han impuesto controles relativamente efectivos.

d) Los costos de eficiencia, estáticos y dinámicos, de los controles al capital financiero

Los controles de cambio al capital financiero impiden un desarrollo normal de los mercados privados de capitales transfronterizos. Esto genera

costos de eficiencia estáticos, como ocurre por ejemplo en Chile al impedir a sus bancos diversificar su riesgo de crédito en forma internacional.

Tienen aún más impacto en el largo plazo los efectos acumulativos, que reducen la llamada eficiencia "dinámica". Por ejemplo, en Chile los controles de cambio han impedido la aparición de un mercado profundo de coberturas de riesgo de cambio para el comercio exterior. Aparte del costo social estático que ello tiene, se ha quitado a los empresarios nacionales una ocasión conspicua para aprender respecto a las herramientas sofisticadas de administración de riesgos financieros que se han desarrollado en las últimas décadas. Este desconocimiento a su vez ha retrasado el desarrollo de otros mercados, tales como el de bonos convertibles en acciones, algunos de los cuales pueden permitir a las empresas chilenas crecer e internacionalizarse en formas no previstas. Las restricciones en mercados caracterizados por una elevada tasa de innovación, como es el mercado financiero, tienen consecuencias negativas sobre el desarrollo de muchos otros mercados y de esa forma sobre la tasa de crecimiento del país.

Si bien es difícil cuantificar estos costos de eficiencia, sin duda han influido en el abandono de los controles de cambio en países que ven a la industria financiera como un sector de tamaño significativo y con ventajas comparativas.

## **5. ¿Por qué han sido abandonados en EE. UU.?**

En Estados Unidos se ha investigado a fondo el funcionamiento del mercado cambiario en un régimen de flotación sucia, y se ha descubierto la presencia de algunas imperfecciones en ese mercado. A pesar de ello, la gran mayoría de las autoridades y analistas de ese país ha concluido que las cosas serían aún peores si el Estado interviniera en este mercado con medidas como la intervención masiva en el mercado cambiario comprando o vendiendo divisas y sobre todo con el uso de controles de cambios. Existen cuatro motivos para ello.

El primero es el motivo ya explicado en la sección anterior, en cuanto a que las variaciones del tipo de cambio son en muchos casos —no en todos— signo de políticas macroeconómicas inadecuadas. En este contexto, disponer una herramienta independiente (el control de cambios) para acallar el síntoma (una variación del tipo de cambio) sin atacar la causa (malas políticas macro) puede ser contraproducente. Como decía un alto funcionario del Federal Reserve Board, "si las autoridades creen que alguna de estas herramientas es siempre efectiva, concluirán que usarla más es mejor (...), la autoridad puede

llegar a creer que, por ejemplo, si el país tiene un gran desequilibrio fiscal que está contribuyendo a un desequilibrio en las cuentas externas, todo lo que hay que corregir es el tipo de cambio, sin hacer nada en materia fiscal" (Truman, 1992, citado por Domínguez y Frankel, 1993).

El segundo motivo es que la variación del tipo de cambio frente a las políticas macroeconómicas es parte de una adaptación óptima de la economía a esas políticas (Feldstein, 1984). Esa adaptación permite que el impacto de esas políticas macroeconómicas se distribuya entre los distintos sectores de la economía a mínimo costo global. Si, por el contrario, se usaran controles de cambio para aislar a los sectores exportador y sustituidor de importaciones de esas presiones, otros sectores tendrían que sufrir más —vía mayor escasez de crédito— y el costo social global sería mayor.

El tercero es el peligro de que el instrumento de manejo del tipo de cambio —controles de cambio o intervención esterilizada— sea inefectivo o moderadamente efectivo, pero la autoridad crea que tiene gran efectividad. Si además la autoridad adopta una meta de tipo de cambio, puede terminar adoptando una política monetaria o fiscal socialmente injustificada sólo por defender una meta imposible. El ejemplo clásico de este error son las insostenibles metas cambiarias del mecanismo cambiario europeo en los 90. Pero un problema similar podría ocurrir en Chile si se llega a adoptar la política tantas veces reiterada por la derecha de defender el tipo de cambio real reduciendo el gasto fiscal.

El cuarto es que los controles de cambio y la intervención cambiaria no solucionan las imperfecciones detectadas. Pasamos ahora a explicar brevemente en qué consiste esta imperfección del mercado cambiario, que por lo demás es compartida por otros mercados de activos muy líquidos. El problema básico es que cuando el precio de un activo —en este caso el tipo de cambio— está cerca de su nivel de equilibrio, y sufre pequeñas desviaciones, no existen grandes fuerzas que lo hagan volver de inmediato al punto de equilibrio exacto, que además nunca es conocido con precisión. Luego, mientras no se desvíe significativamente del nivel de equilibrio, las "fuerzas económicas fundamentales" son inútiles para predecir las oscilaciones del tipo de cambio. Sin embargo, si el mercado es suficientemente líquido, es factible transar en todo momento para ganar importantes utilidades prediciendo esas oscilaciones. Empíricamente, ocurre que en ese escenario resulta factible predecir el precio en base a las tendencias recientes, usando gráficos (*charts*) y últimamente supercomputadores, sin referencia a los factores fundamentales. Hasta aquí estos problemas serían menores, involucrando a lo más una cierta disipación de rentas en esfuerzos de predicción de tendencias irrelevantes a nivel social.

Este problema adquiere importancia cuando quedan muy pocos agentes en el mercado vigilando los factores fundamentales y capaces de invertir sumas importantes contra la tendencia, cuando el precio del activo sale del rango cercano al precio del equilibrio. En esa situación, el precio del activo puede continuar variando impulsado por inversionistas que sólo siguen las tendencias, y mantenerse desalineado del valor fundamental. Esto parece haber ocurrido entre mediados de 1984 y 1985 cuando el precio del dólar siguió subiendo a pesar de que los factores fundamentales cambiaron y empezaron a apuntar en la dirección opuesta. En efecto, las encuestas de *Euromoney* citadas por Frankel y Froot (1990) muestran que para 1984 casi ningún banco activo en operaciones cambiarias usaba métodos fundamentales para predecir el valor del dólar, porque esos métodos habían generado pérdidas en los tres años anteriores. Este comportamiento es ineficiente porque la desalineación de un precio fundamental como el tipo de cambio genera ajustes económicos injustificados.

Sin embargo, estos episodios sólo son esporádicos. La propia experiencia del dólar en 1984-1985 muestra cuán rentable llega a ser invertir en base a los factores económicos fundamentales, lección que fue aprendida por los bancos de los países desarrollados, que han vuelto a dar importancia al análisis fundamental. Con ello, se reduce la probabilidad de que una desalineación similar se repita.

La investigación económica no ha arrojado aún resultados en cuanto a idear medidas para moderar esta imperfección.<sup>3</sup> Sin embargo, está claro que tampoco el control de cambios o la intervención masiva puede aliviarla. Reaccionar a esta imperfección prohibiendo el mercado transfronterizo de capitales sería un error tan craso como prohibir la exportación de manzanas con el argumento de que la política arancelaria de la Unión Europea es muy fluctuante.

## **6. ¿Por qué no han sido abandonados en Chile?**

En los años 90 se han dado diversos argumentos para defender el establecimiento o la mantención de controles de cambio en Chile. A continuación ofrecemos un breve resumen.

<sup>3</sup> Es posible que las soluciones futuras a esta imperfección se basen en reducir el rango alrededor del nivel de equilibrio en el que las "fuerzas económicas fundamentales" son inútiles para predecir las oscilaciones del tipo de cambio. Una forma concreta de lograr eso en Chile es fomentar la participación en el mercado cambiario de los inversionistas institucionales privados que invierten a largo plazo. El plazo largo les permite profitar con más facilidad de pequeñas desviaciones del tipo de cambio de su valor fundamental. Sin embargo, ello requiere

- a) Los controles aumentan la independencia de las políticas monetaria y cambiaria

Este argumento resalta que los controles de cambio al capital financiero otorgan cierta independencia al Banco Central de los acontecimientos en los mercados financieros internacionales para que controle las tasas de interés domésticas y el gasto agregado, independencia que no existiría si la cuenta de capitales se encontrara completamente abierta. La hipótesis subyacente en este argumento es doble. Primero, se está suponiendo que es deseable que el Banco Central de Chile tenga mucha independencia de las fluctuaciones de la tasa de interés externa. Esto es discutible en general, porque puede ser preferible que un Banco Central tenga poca autonomía, si de tenerla la inestabilidad fuese mayor que si siguiera pasivamente la política monetaria de los países de referencia.

Sin embargo, si el desarrollo del sistema político justifica que dotemos a las autoridades de nuestra confianza, habría que suponer que ellas seguirán una política macroeconómica estable. Dentro de ese contexto, existen posibles ganancias de independizarse de la política monetaria de países extranjeros, sobre todo si ellos exhiben una estabilidad fiscal declinante como en el caso de EE.UU. Con una mayor independencia podría alcanzarse una meta de reducción de inflación en un plazo más breve y con menos costos.

El segundo supuesto implícito es que el tipo de cambio está fijado por el Banco Central, posiblemente en el piso de la banda. Es decir, si no existieran los controles de cambio, como por ejemplo el encaje a los créditos externos, el instituto emisor se vería obligado por el arbitraje a seguir al Federal Reserve Board en cuanto al nivel de la tasa de interés doméstica, ya que de lo contrario se produciría un movimiento importante de capitales de corto plazo. Es así como se ha señalado que el encaje a los créditos externos permitiría mantener una tasa de interés doméstica superior a la internacional, evitando una entrada masiva de capitales financieros que deterioren el valor del tipo de cambio real.

Pero este supuesto es falso cuando se sabe que el Banco Central dejará flotar su moneda, es decir, se sabe que el piso de la banda se "hunde" con facilidad. En un régimen en que no hay intervención en el mercado cambiario, el capital financiero no responde mucho a los movimientos de tasas del Federal Reserve Board, sino que responde principalmente a las

dar a los inversionistas institucionales la posibilidad de acceder a alternativas de inversión en el extranjero más atractivas que las actualmente vigentes, libres de controles a los flujos que se han impuesto recientemente.

expectativas de revaluación. De hecho, la evidencia ha demostrado que la única manera en que el Banco Central de Chile ha podido ganar autonomía de los acontecimientos externos para manejar la tasa de interés doméstica ha sido validando la apreciación real del peso mediante sucesivas revaluaciones nominales, reduciendo el valor del dólar acuerdo y el piso de la banda. En efecto, durante el período 1991-1994 el instituto emisor ha decretado revaluaciones en tres ocasiones, dos de ellas maxi revaluaciones.

Esto pone de manifiesto que los controles cambiarios tales como el encaje a los créditos externos no han sido capaces de asegurar la independencia de la política cambiaria chilena. Al revés, la independencia de las tasas de interés chilenas se ha logrado dejando flotar el peso, con o sin controles cambiarios. El encaje no ha servido para que el Banco Central tenga autonomía.<sup>4</sup>

#### b) Los controles permiten controlar la velocidad del ajuste intersectorial

Este argumento indica que los controles cambiarios otorgarían mayor gradualidad en el proceso de apreciación del tipo de cambio real que ha ocurrido en los últimos años. Según este argumento, si se eliminaran los controles de cambio actualmente vigentes, entonces ocurriría una apreciación real inmediata del peso. Esto implicaría grandes costos de ajuste en el proceso de reasignación de recursos, por lo que sería más conveniente mantener los controles cambiarios para reducir estos costos de ajuste.

Detrás de este argumento está la noción de que la "gradualidad" sería preferible a un ajuste inmediato. Sin embargo, debemos preguntarnos si el Estado o algún organismo público tiene alguna ventaja para definir la "gradualidad" socialmente óptima. ¿Se justifica que el Estado intervenga en favor de la "gradualidad" que reclaman algunos sectores? A esta pregunta podemos responder, en primer lugar, que no existe evidencia alguna que sugiera que un proceso de ajuste gradual sea económicamente más conveniente que un ajuste menos gradual, en las condiciones de la economía chilena en los años 90.

El verdadero argumento en favor del gradualismo es que es políticamente necesario ceder parcialmente a las presiones de sectores ya establecidos que dejar que la libre interacción económica defina la velocidad del

<sup>4</sup> Un tema adicional es si en un régimen cambiado efectivamente flotante el Banco Central controla la inflación vía control de la demanda agregada. La evidencia internacional y chilena sugieren, por el contrario, que en ese régimen la inflación se reduce principalmente por efecto de la apreciación del peso, provocada por una tasa de interés doméstica alta, sin que la demanda agregada sea afectada significativamente.

ajuste. Este argumento también se presenta al revés, diciendo que el gradualismo es necesario para evitar un mal mayor, cual es la captura de la política económica por grupos sectoriales que reclaman protección económica.

Aun si aceptamos que la gradualidad es beneficiosa, no existen argumentos que indiquen que los controles cambiarios son la herramienta más eficiente para obtener la mencionada gradualidad. Por el contrario, la teoría económica indica que los subsidios focalizados a los sectores que se desea apoyar generan menos distorsiones económicas. Esta distinción es especialmente importante en contextos en que la presión sectorial se origina en parte en situaciones transitorias, porque el subsidio puede hacerse también transitorio. Si esos subsidios son explícitos, tienen la ventaja política de ser más transparentes.

Más aún, tal gradualidad sólo puede ser alcanzada con herramientas cambiarias si ellas alcanzan proporciones soviéticas, es decir, si cubren a todos los movimientos internacionales de capital, incluyendo a la repatriación de utilidades y aportes por parte de la inversión extranjera directa y la inversión *potencial* en el exterior de los residentes. En un país como Chile, donde el ahorro interno es fuerte, es posible que el saldo de la balanza comercial de bienes y servicios no factoriales exhiba superávits permanentes, acentuados en años en que los términos de intercambio sean excepcionalmente favorables. Si existe un superávit definido así, los flujos marginales de capital *son las salidas de capital*. En esos períodos, un control de cambios aplicado sólo a la entrada de capital es *totalmente* inefectivo porque es sustituido inmediatamente por la postergación de salidas. Luego, se requiere *forzar* a los inversionistas domésticos a invertir en el exterior para lograr gradualidad en la evolución del tipo de cambio real. El nivel de intervención cambiaria requerida pondría en serio peligro valores políticos como la libertad.

c) Los controles de cambio mejoran la mezcla capital financiero inversión directa

Este argumento indica que gracias a los controles cambiarios vigentes, los flujos de capitales que han ingresado a Chile en los últimos años poseen un componente de inversión extranjera directa mucho mayor que la que se observa en el resto de los países latinoamericanos. Ello habría colaborado, entre otras cosas, a que la crisis de balanza de pagos sufrida en México no se tradujera en una salida masiva de capitales desde nuestro país, tal como ocurrió en Argentina y Brasil.

Desde luego, la composición de la cuenta de capitales chilena es el resultado de muchas fuerzas. Estimamos que la menor salida de capitales observada en Chile a raíz de la crisis mexicana en comparación al resto de los países latinoamericanos se debe fundamentalmente a las buenas condiciones macroeconómicas del país, es decir, no se debe a los controles de cambio. Chile es el país de la región que muestra las cuentas externas más sólidas y el mayor nivel de tasa de ahorro doméstico. Ciertamente ambos indicadores son elementos importantes a considerar por un inversionista informado en el momento de diseñar su cartera de inversiones en un momento de crisis financiera.

La existencia de grandes depósitos mineros, grandes reservas forestales, un marco legal y tributario sólido y estabilidad política puede haber tenido un impacto cuantitativo mucho mayor en la evolución de la mezcla de financiamiento externo observada en Chile. La evidencia empírica revisada en la siguiente sección lo demuestra.

También es posible que algunos de los controles empleados, tales como la exigencia de un período mínimo de residencia, efectivamente hayan ayudado a reorientar la composición de los inlfujos de capitales en favor de la inversión directa. Sin embargo, también han reorientado las decisiones de inversión de los residentes en favor de mantener sus inversiones en Chile, desincentivando las *salidas* de capital financiero de corto plazo. En el mismo sentido operan esos controles sobre las decisiones de repatriación de utilidades y capital por los extranjeros. En períodos con superávit de cuenta comente este último efecto es dominante. Luego, los controles de cambio vigentes han tenido un efecto mínimo sobre la composición de los capitales que entran a Chile.

## **7. ¿Funcionaron en Chile los controles de cambios en 1990-1994?**

Durante el período 1990 a 1994, los controles de cambio chilenos al capital financiero no han sido afectados por evasiones importantes. Esto se debe al esfuerzo permanente del Banco Central por adaptarse a las innovaciones privadas. Por ejemplo, en 1992 el Banco Central extendió el encaje a todas las operaciones de crédito, incluso los bonos y el comercio exterior. En 1994 determinó que la moneda de constitución del encaje debía ser el dólar, evitando la constitución en yen que pasó a exhibir una tasa de interés nominal menor que el dólar. En julio de 1995, justo antes de terminar este artículo, el Banco Central extendió el encaje a ciertos depósitos y a los ADRs secundarios.

Como ejemplo de la efectividad de los controles de cambio chilenos se pueden citar los inconvenientes que han tenido el Banco de Chile y Endesa para poder cumplir con los requisitos de clasificación de riesgo para la emisión de ADRs. Otro ejemplo es que el encaje a los créditos externos recaudó ingresos por unos US\$ 73 millones durante 1993, lo cual es una cifra respetable.<sup>5</sup> A pesar de ello, veremos más adelante que el encaje a los créditos externos no ha sido efectivo en Chile, porque las operaciones que no están afectas han pasado a ser marginales.

La evidencia disponible no muestra que el encaje haya sido relevante. Para ver esto, conviene comparar el costo que implica el encaje para un inversionista que trae dólares por 180 días para aprovechar un diferencial de tasas de interés entre Chile y Estados Unidos.<sup>6</sup> Durante 1991, ese costo implicó una menor rentabilidad de hasta 1,5 puntos porcentuales al año, mientras que durante 1993 esta pérdida de rentabilidad fue cercana a 3 puntos porcentuales al año. En el Gráfico N° 1 se puede apreciar la evolución de la tasa de impuesto asociada al encaje hasta 1993.

Si se comparan estas cifras con la menor rentabilidad que implica el impuesto de 30% a la ganancia de capital,<sup>7</sup> o con las ganancias de traer capitales poco antes de alguna de las maxi devaluaciones que ocurrieron, se puede apreciar que el costo implícito en el encaje fue bastante modesto.

Estudios empíricos recientes muestran que el encaje no ha desmotivado la entrada de capitales de corto plazo, sino que ha cambiado su composición. El estudio econométrico realizado por Soto (1995), resumido en el Anexo, demuestra que el encaje sí tuvo un impacto en algunos tipos de créditos de corto plazo. Por ejemplo, para los créditos a menos de un año ingresados al amparo del Capítulo XIV del Compendio de Normas sobre Cambios Internacionales, el encaje habría logrado reducir la entrada por unos US\$ 440 millones durante el primer año de aplicación del mismo. En

<sup>5</sup> Estimación propia en base a información del Banco Central. Se descompone en:

a) US\$ 38 millones por pagos efectuados como alternativa al depósito en el Banco Central del encaje aplicado a los créditos Capítulo XIV.

b) US\$ 2,3 millones por intereses recibidos por el encaje aplicado a los créditos Capítulo XIV, efectivamente depositados en el Banco Central.

c) US\$ 32,6 millones por los intereses recibidos por el encaje a las líneas para comercio exterior.

<sup>6</sup> El método de cálculo es el siguiente: Si "e" es la tasa de encaje (actualmente 0,30), R es el plazo de residencia del encaje (actualmente de 1 año) e "i" es la tasa de interés nominal obtenible en la moneda en que se constituye el encaje, entonces la tasa de impuesto asociada es  $t = i(e/1-e)(R/P)$ , donde P = plazo del influjo de capital.

<sup>7</sup> Considere una inversión accionaria de corto plazo en que la utilidad esperada antes de impuestos es de 20%. El impuesto de 30% a la ganancia implica una pérdida de  $0,3 \times 0,2 = 6$  puntos porcentuales, una suma mucho mayor que el 3% del encaje.

GRÁFICO N° 1 TASA DE IMPUESTO IMPLÍCITA EN EL ENCAJE

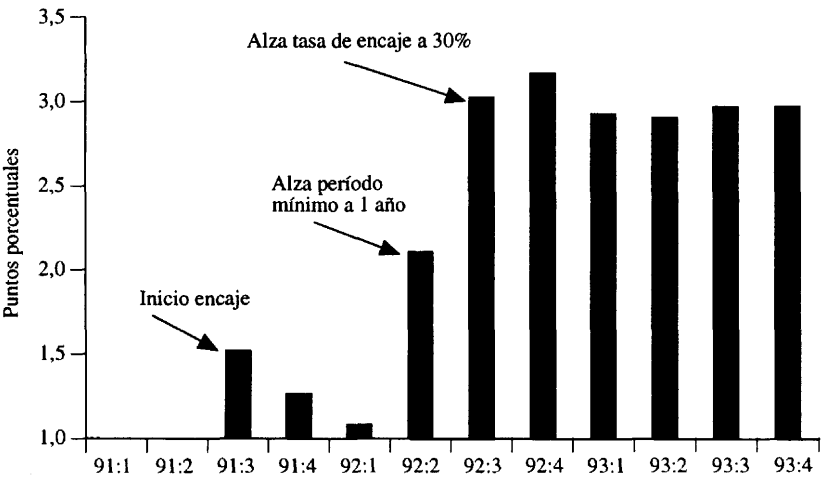


GRÁFICO N° 2 LIQUIDACIONES DE CRÉDITOS CAPÍTULO XIV DE CORTO PLAZO

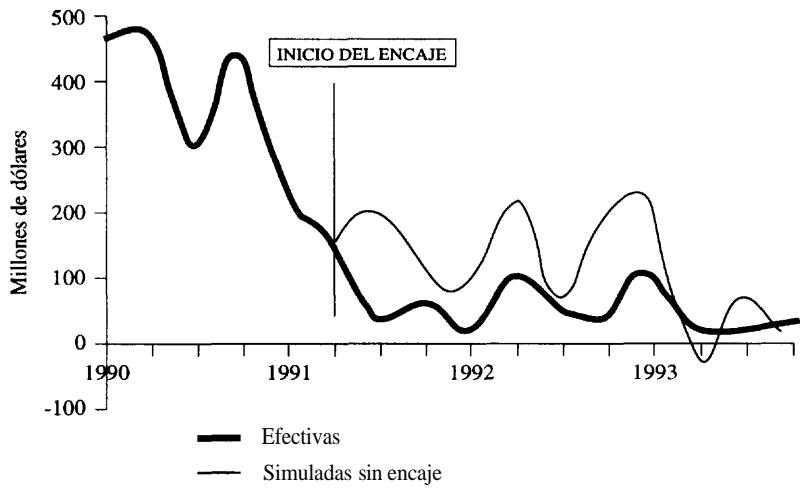


GRÁFICO N° 3 FLUJO DE CAPITALES DE CORTO PLAZO

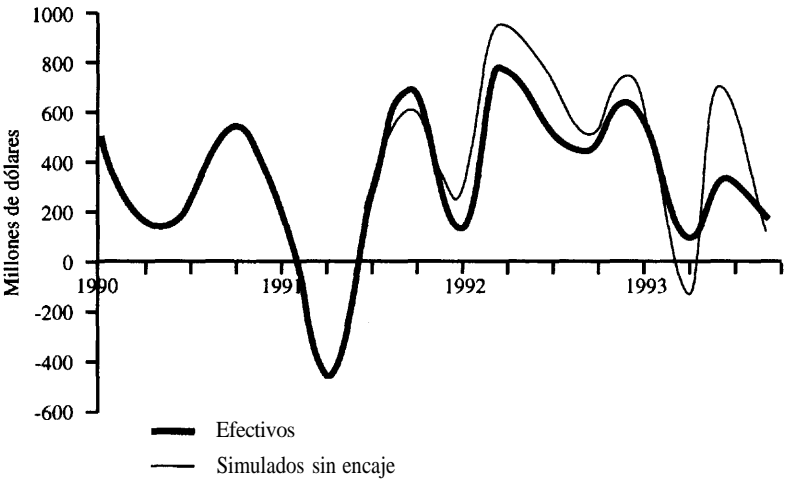
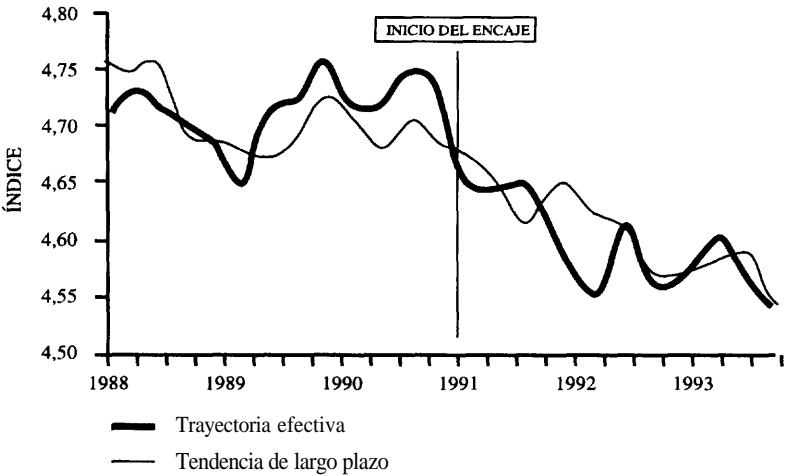


GRÁFICO N° 4 EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL



el Gráfico N° 2 puede observarse la trayectoria efectiva y la trayectoria simulada que habrían mostrado esta categoría de influjos si es que no se hubiera establecido el encaje.

Sin embargo existen otros tipos de crédito de corto plazo, distintos al Capítulo XIV, a través de los cuales se puede traer dinero a Chile. En particular, los privados pueden evitar el pago del encaje a través de diversas maneras legales. Uno de estos mecanismos consiste en que los exportadores solicitan anticipos por sus ventas futuras, lo que es prácticamente lo mismo que solicitar un crédito externo. Los anticipos a exportadores están exentos de la obligación de constituir el encaje, por lo que constituyen un mecanismo a través del cual los privados pueden evitar pagar el encaje. Este mecanismo probablemente será utilizado aun en forma más intensiva a partir del momento en que entren en vigencia las nuevas normas para la liquidación de divisas dictadas en abril de 1995. En efecto, al eliminarse el plazo máximo y la obligación de liquidar los retornos de las exportaciones en el mercado cambiario formal se da una mayor flexibilidad a los recursos obtenidos en el exterior.

Algo similar ocurre con los créditos de proveedores para importaciones: postergar el pago de un bien o insumo que se está importando es lo mismo que solicitar un crédito externo y pagar inmediatamente al proveedor. La única diferencia es que legalmente no se debe cumplir con la obligación del encaje por este crédito. En estricto rigor, no se están recibiendo los fondos y por lo tanto no se están liquidando divisas en el mercado cambiario. De esta manera, tanto los anticipos a exportadores como los créditos de proveedores son dos formas legales de evadir el encaje a los créditos externos.

Pero además de estos mecanismos existen muchos otros procedimientos a través de los cuales se puede evadir el pago del encaje. Se ha podido establecer en conversaciones informales con ejecutivos del sector bancario que, para ingresar capitales, algunas empresas con acceso a crédito externo operan a través del mercado informal y no reportan la entrada de fondos, evadiendo la obligación de constituir el encaje.

Lo más importante es que muchas salidas de corto plazo hubieran existido en caso de no haber intentado el Banco Central mantener las tasas de interés domésticas en niveles altos, en la creencia de que el encaje funciona. En particular, los residentes que están ahorrando con fuerza y que bajo condiciones normales hubieran diversificado parte de su riqueza en el exterior invirtiendo a corto plazo en el exterior, no lo han hecho, omitiendo flujos de salida de corto plazo. Estas omisiones no se registran en la Balanza de Pagos, pero erosionan con fuerza la capacidad del encaje para afectar el saldo neto de los movimientos a corto plazo.

El mismo estudio econométrico citado determinó cómo opera este efecto composición: los flujos de capital de corto plazo registrados que no ingresaron a través del Capítulo XIV mostraron un aumento al aplicarse el encaje, cuya magnitud fue de unos US\$224 millones durante los dos primeros trimestres luego del establecimiento del encaje. Esta cifra es muy similar a los US\$ 230 millones en créditos de corto plazo Capítulo XIV que habrían logrado frenar el encaje durante el mismo período. Lo que estas cifras indican es que estaría ocurriendo una sustitución masiva entre los créditos que están sometidos a la obligación de constituir el encaje por créditos que no lo están.<sup>8</sup>

En el Gráfico N° 3 se puede apreciar el impacto neto del encaje considerando ambos flujos de capital de corto plazo mencionados. Ahí se puede ver que el encaje ha logrado reducir sólo en forma muy limitada el flujo neto de créditos de corto plazo. A su vez, el flujo neto de créditos corto plazo no ha sido significativo dentro del flujo total de capitales privados a Chile

El trabajo citado complementó la evidencia anterior investigando econométricamente el efecto del encaje en el tipo de cambio real. El tipo de cambio real registra el impacto neto de *todos* los flujos de capitales, no sólo de los créditos de corto plazo ya estudiados. De acuerdo a lo indicado en la sección anterior, uno de los objetivos que habría tenido la autoridad al establecer el encaje fue manejar esta variable. Los defensores del encaje han sostenido que si bien el tipo de cambio real ha caído en los últimos años, gracias al encaje se ha evitado una apreciación del peso aún mayor.

Sin embargo, la-evidencia econométrica demuestra que el encaje ha tenido un impacto nulo en el tipo de cambio real. Esto no es cierto sólo en la tendencia de largo plazo, sino también en el corto plazo, es decir, de un trimestre a otro. En el Gráfico N° 4 se puede apreciar la trayectoria efectiva que ha tenido el tipo de cambio real, la que se compara con la tendencia de largo plazo proyectada si no hubiera habido encaje. Además, Soto (1995) muestra que el establecimiento del encaje no tuvo ningún impacto en la trayectoria de corto plazo (ver Anexo).

<sup>8</sup> La estimación para la evolución de los créditos Capítulo XIV de corto plazo posee un mayor grado de confianza que la estimación para la evolución del resto de los créditos de corto plazo, lo que en parte se debe a que existe un mayor número de observaciones disponibles para la primera estimación que para la segunda.

## Herramientas de política cambiaria

Los controles de cambio, entre los que se incluye el encaje, son sólo un tipo de instrumento dentro del conjunto de que dispone el Banco Central. El instituto emisor también ha utilizado herramientas de la política cambiaria, dentro de las cuales destaca la intervención en el mercado cambiario formal mediante la compra masiva de divisas.

Esta herramienta puede complicar el manejo de la política monetaria. En efecto, la compra de divisas genera un aumento en la emisión de dinero. Por ello, el Banco Central *esteriliza* el efecto lateral en el mercado monetario mediante operaciones calzadas en el mercado del crédito de corto y largo plazo. Para que esta emisión pueda ser esterilizada, las tasas de interés de los instrumentos del Banco Central deben ser lo suficientemente atractivas, lo que tiende a elevar la tasa de interés en Chile. Este fenómeno crea una especie de círculo vicioso en el cual el Banco Central se ve forzado a pagar tasas de interés cada vez mayores, mientras que recibe un interés relativamente bajo en el mercado externo por las divisas que ha adquirido. Esta brecha entre las tasas de interés pagadas y las ofrecidas podría poner en riesgo la estabilidad macroeconómica del país por la pérdida patrimonial en que incurre el Banco Central. Por lo tanto, la compra de reservas *esterilizada* es una herramienta que sólo puede tener un impacto de corto plazo.

Efectivamente, las estimaciones econométricas de Soto (1995) indican que si el Banco Central *aumenta* en US\$ 500 millones de dólares su flujo de compra neta de divisas en un trimestre dado, esterilizando el impacto monetario, el tipo de cambio real se deprecia en 1,07% durante el mismo período (unos 4 pesos), efecto que desaparece por completo más adelante. Sin embargo, un nivel sostenido cualquiera de compras netas esterilizadas del Banco Central no mostró impacto alguno sobre el tipo de cambio real. Sólo puede mantener en el tiempo la apreciación lograda, aumentando el flujo de compra neta en 500 millones de dólares más cada trimestre. Esta incapacidad se ve confirmada por las sucesivas revaluaciones que ha debido hacer el Banco Central para evitar mayores compras de divisas.

La evidencia internacional lleva a conclusiones similares. La magnitud del efecto de la intervención del Banco Central ha sido estimada recientemente para el mercado cambiario dólar-marco alemán, donde hay flotación sucia sin banda, por Domínguez y Frankel (1993). Ellos usan una base de datos muy completa que incluye datos diarios de intervención y encuestas frecuentes sobre expectativas de devaluación. Para un caso base, ellos encuentran que el efecto total de una intervención *no esterilizada* en que el Bundesbank compra 100 millones de dólares, es aumentar el precio del

dólar en 1,58%. Debido a que en el corto plazo los precios domésticos y externos están dados, el impacto sobre el tipo de cambio real sería el mismo. Pero si esa intervención fuera esterilizada, la tasa de interés en marcos subiría en vez de bajar, atrayendo un influjo privado de capital hacia el marco que compensaría en parte este efecto en el tipo de cambio. De esta forma, la experiencia internacional confirma que el efecto de una intervención esterilizada es perceptible, pero de pequeña magnitud y transitorio.

## 8. Señales recientes de la autoridad

Hemos visto que es conveniente para el país abandonar el control de cambios, ya que no entrega los beneficios que se le atribuyen y genera costos de eficiencia que reducen el crecimiento. Sin embargo, la tradición de controlar al capital financiero es fuerte en Chile. Sobrevivió incluso durante el período de mayor influencia de los economistas liberales, en el Gobierno militar. A partir de 1989, cuando el Banco Central se hizo independiente, se ha mantenido el control de cambios, y ha sido perfeccionado en vez de dismantelado. Por ejemplo, se introdujo el encaje y se perfeccionó, mientras se aumentaba la integración entre los mercados informal y bancario de moneda extranjera. De esta forma se gravó con nuevos controles al capital financiero, pero se redujo el costo del control de cambios para los demás sectores.

Otro punto que demuestra la intención de las autoridades de mantener el control de cambios es que forzaron la aprobación, en enero de 1994, del nuevo artículo 182 de la Ley de Valores que faculta al Banco Central para "imponer límites o restricciones a *los cambios en la posición neta de inversiones en el extranjero* que posean los inversionistas institucionales". Los inversionistas institucionales son los bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos de inversión (incluso FICE) y fondos mutuos.

A pesar de esto, durante 1994 se había impuesto la hipótesis de que el control de cambios estaba en proceso de eliminación. Esa hipótesis no fue arbitraria. El actual Ministro de Hacienda declaró al asumir que deseaba avanzar hacia la eliminación de los controles de cambio. Durante 1994, las autoridades desarrollaron estudios para avanzar en esa dirección. Además, ya en 1991 la imposición del encaje fue descrita como una medida transitoria.

A raíz de la reciente crisis mexicana, las autoridades cambiaron curso nuevamente, reimponiéndose la tradición controlista del capital finan-

ciero. Nuestras autoridades económicas malinterpretaron la crisis mexicana, aceptando crédulamente las primeras explicaciones en cuanto a que esa crisis fue causada por una especulación inexplicable. En vez de profundizar el análisis de la política monetaria y cambiaria mexicana, que resultó ser de corte claramente electoral, nuestras autoridades se apresuraron a declarar que la experiencia mexicana justificaba los controles de cambio vigentes en Chile, especialmente el encaje.

En efecto, la primera estrategia de las autoridades para lograr que los inversionistas internacionales diferenciaron a Chile respecto a México, fue insistir en que la diferencia a favor de Chile es que ha impuesto el encaje. Así fue como en la gira a Milán, el Presidente Eduardo Frei afirmó en su discurso a los empresarios italianos, en la parte dedicada a aislar a Chile de las turbulencias monetarias, lo siguiente: "Hemos aplicado medidas para reducir los incentivos al flujo de capitales especulativos (...), hemos aprovechado los capitales que ingresan al país con la intención de permanecer un período largo".<sup>9</sup> Esta idea poco feliz ignora la experiencia mundial de que los controles de cambio terminan usándose contra el inversionista extranjero.

Para remachar el giro de timón, las autoridades anunciaron en marzo que el Ministro de Hacienda expondría en junio de 1995, ante los ministros de comercio de todo el Hemisferio Occidental, "una propuesta sobre el manejo de capitales de corto plazo, basado en las medidas que Chile ha implementado en los últimos años".<sup>10</sup> El objetivo de esta propuesta podría ser preparar el terreno para la negociación entre Chile y el NAFTA, donde se buscaría que ese tratado no obligue a Chile a liberar el comercio de capitales financieros de corto plazo con Estados Unidos, Canadá y México, ya que ello requeriría derogar el encaje.

Mientras se escribía este trabajo, conspicuos personajes adictos al Gobierno han llamado a crear un sistema de cuotas transables para el ingreso bruto *total* de capital. "Esta sería una medida transitoria mientras pasa este período de abundancia extraordinaria de flujos de capital y de términos de intercambio muy favorables".<sup>11</sup>

La nueva tendencia hacia el refuerzo del control sobre los flujos de capitales de corto plazo, que ahora se extiende a *todos* los capitales, es preocupante. Aparte de los costos de mantener estas regulaciones, ya discutidos, es posible que esta tendencia de reforzamiento traiga nuevas regulaciones y costos:

<sup>9</sup> *El Mercurio*, 11 de marzo de 1995, p. D 4.

<sup>10</sup> *Estrategia*, 23 de marzo de 1995, p. 4.

<sup>11</sup> Joaquín Vial, *Estrategia*, 26 de mayo de 1995.

a) En primer lugar, si las autoridades logran negociar un tratado con NAFTA que incluya una autorización para mantener el encaje por los próximos diez años, habrán destruido la principal ventaja económica de ese tratado, que consiste justamente en acceder a un costo de capital tan bajo como el disponible en EE.UU. y Canadá. Según el estudio de Coeymans y Larraín (1994), el grueso de las ganancias de empleo, salario real e ingreso que ofrece este tratado a Chile se originan en una reducción del premio por riesgo país, que, como se explicó, caerá más lentamente de mantenerse los controles de capital.

b) En segundo lugar, es patente que las operaciones de arbitraje de ADR constituyen flujos de capital financiero de corto plazo. Ellos son fácilmente reversibles debido a la liquidez de los mercados accionarios en Nueva York y Santiago y fueron fuertemente negativos en febrero y marzo de 1995. Podría ocurrir, entonces, que las autoridades adopten los consejos de los economistas de tradición controlista, y pongan restricciones al arbitraje de ADR sea en forma directa o como parte de un plan más amplio que imponga cuotas al ingreso de capitales de corto plazo. Esto implicaría separar los precios de una misma acción en Nueva York y Santiago. En este contexto, será difícil que otras empresas chilenas coloquen ADRs en Nueva York, lo que frenará la expansión de esas empresas. (Después de terminarse este trabajo, las autoridades impusieron esta regulación el 3 de julio de 1995.)

c) En tercer lugar, las autoridades del Banco Central podrían intentar aplicar el nuevo artículo 182 de la Ley de Valores, para lo cual esperarán a que los fondos de pensiones hayan invertido alguna cantidad significativa en el extranjero. Esas eventuales restricciones al flujo neto de capitales perjudicará fuertemente a esos fondos, porque serán obligados a "llegar tarde" a cualquier movimiento del tipo de cambio. Cuantitativamente, los mayores perjudicados serán los afiliados al nuevo sistema previsional. Previendo este riesgo, las AFPs invertirán menos en el extranjero y en títulos denominados en dólares. Esto último será una barrera importante para empresas latinoamericanas que deseen cotizar sus acciones en Santiago.

d) Como las autoridades han respaldado la noción de que los controles de capital son positivos porque evitan las crisis financieras, los actores políticos de la coalición gobernante han adoptado una posición proteccionista que por sí sola conducirá a una congelación y

fortalecimiento de los controles de cambio. Se ha formado un nuevo consenso político injustificado, que implicaría restringir el mercado de capitales transfronterizo en forma permanente.

Después de escribirse este trabajo, esta predicción ha sido confirmada por las recientes declaraciones del presidente del partido más importante de la coalición gobernante, quien sugirió complementar las recientes medidas de protección a la agricultura tradicional con otras: "Por ejemplo, con una restricción global a la entrada de capitales".<sup>12</sup>

Evaluando globalmente la nueva política, ella castiga el desarrollo del sector financiero chileno sin afectar el tipo de cambio real. Como el mercado transfronterizo de crédito es uno de los mercados con más potencial de crecimiento al que accede el sector financiero, su subdesarrollo permanente implica menores perspectivas de crecimiento para las utilidades de los bancos y demás intermediarios. Además, la conservación indefinida de estos controles implica una redistribución de oportunidades entre los distintos tipos de intermediarios, ya que algunos están mejor posicionados para evadir estos controles.

La nueva política también castiga a las empresas productivas, porque el financiamiento les será más costoso. Esta diferencia puede tener un gran impacto en los resultados de las empresas medianas, que cuentan con menos oportunidades para evitar los controles de cambios, aunque también las grandes empresas sufrirán gravámenes permanentes.

En este contexto, los empresarios detectarán rápidamente que quienes se hayan internacionalizado y cuenten con activos significativos en otros países libres de controles cambiarlos, serán afectados en mucho menor grado por los gravosos controles chilenos. Desde países extranjeros dispuestos a firmar tratados en que se comprometan a no imponer controles de cambio podrán emitir ADRs libres del riesgo de controles. Las AFPs radicadas en países vecinos donde los fondos de pensiones no estén sujetos a controles sobre el flujo de capital estarán más dispuestas a invertir en títulos denominados en dólares. Estos incentivos a transformarse en multinacional pueden significar reducir el empleo en Chile, sobre todo el de mayor calidad que alimenta a la clase media, lo que muestra otra faceta del costo social de revertir la política de eliminación de los controles cambiarios.

Finalmente, debemos advertir que la nueva política financiera es peligrosa para el desarrollo político y económico del país. Pronto las autori-

<sup>12</sup> *El Diario*, 5 de julio de 1995, página 8, artículo titulado "Foxley admite posibilidad de restricción global a la entrada de capitales al país".

dades se darán cuenta de que tampoco basta con una restricción global a la *entrada* de capitales al país. También se requiere controlar la salida de capitales, y en particular se requiere *forzar la salida* de los inversionistas institucionales, de las empresas chilenas que tienen la posibilidad de invertir en el exterior y de las utilidades retenidas en Chile por los inversionistas extranjeros. En esa disyuntiva se hará evidente por qué el control de cambios es incompatible con la libertad política y la igualdad ante la ley que requiere una economía de mercado: ¿quién juzgará cuál clase de inversionistas institucionales debe ser forzada a invertir en el exterior?, ¿cuál clase de inversionistas extranjeros será forzada a repatriar sus utilidades? Es evidente que las clases forzadas serán perjudicadas patrimonialmente en relación a las no forzadas. Los problemas de discriminación que ya se observan en pequeña escala en los controles existentes aumentarán exponencialmente. Dados los niveles de ahorro que existen hoy, Chile deberá elegir entre la libertad política y una especie de planificación central, necesaria para que las autoridades efectivamente puedan controlar la tasa de interés doméstica (y el tipo de cambio real).

Este dilema puede ser aliviado transitoriamente por la vía de autorizar a los inversionistas institucionales chilenos, hoy restringidos en sus inversiones hacia el exterior, a acceder a una gama más amplia de inversiones externas. El dilema se alivia porque la eliminación de esas regulaciones podría convencer a esos inversionistas domésticos a reorientar parte de su cartera hacia inversiones accionarias en el exterior, a pesar de que las tasas de interés que paga la renta fija chilena es mayor que la que corresponde a su equilibrio libre de trabas. Esta medida es la que justamente ha adoptado el Gobierno el 26 de junio y el 3 de julio de 1995, al permitir a fondos de pensiones, compañías de seguros de vida y bancos orientar parte de su cartera de inversiones hacia acciones extranjeras, incluso de países emergentes.

Sin embargo, este alivio es sólo transitorio, pues los fondos de pensiones deberían casi duplicar su magnitud en los próximos seis años, incrementándose en 20.000 millones de dólares. Es evidente que el destino de esos recursos (interno versus externo) determinará el nivel de la tasa de interés doméstica. El Banco Central no puede controlar la tasa de interés doméstica a contracorriente de un proceso de acumulación de activos financieros domésticos de la magnitud indicada, a menos *que fuerce la salida* de los fondos de pensiones. Pero forzar la salida de estos fondos implica imponer pérdidas seguras a los 5 millones de chilenos que participan en los fondos de pensiones.

Concluimos recomendando a la autoridad volver a la política de apertura financiera. Forzar la salida de los fondos de pensiones es política-

mente inaceptable, y dada esa restricción, el encaje es irrelevante para la macroeconomía y su único efecto es atrofiar al sector de servicios financieros. Sin embargo, después del cúmulo de señales emitidas en el último semestre, se requerirá de un signo concreto para revertir el escepticismo que ellas han alentado entre los empresarios. Las alabanzas que han recibido los controles al capital financiero ya han tenido un efecto político interno significativo.

## ANEXO

Soto (1995) describe a través de las siguientes ecuaciones los flujos de capitales de corto plazo en Chile:

### 1. Créditos de corto plazo en la categoría Artículo XIV

a) Tendencia de largo plazo (1986:2 - 1993:4)

$$\text{LIQ} = -238,74 - 70,78 \text{ SOLV} - 0,045 \text{ FAM} - 0,233 \Delta \text{COLC} \\ + 0,45 \text{ INV} - 65,14 \text{ ENCAJE}$$

$$R^2 \text{ ajustado} = 0,83 \quad \text{DW} = 1,67 \quad F = 30,31$$

b) Variaciones de corto plazo (1987:1 - 1993:4)

$$\Delta \text{LIO} = -53,93 + 0,461 \Delta \text{LIQ}(-3) - 218,85 \Delta \text{SOLV}(-1) - 0,167 \\ \Delta^2 \text{COLC} + 0,08 \Delta^2 \text{COLC}(-1) + 0,393 \Delta \text{INV} + 0,159 \Delta \text{INV} \\ (-1) - 85,31 \Delta \text{ENCAJE} - 36,0 \Delta \text{ENCAJE}(-1) - 85,26 \\ \Delta \text{ENCAJE}(-2) - 0,903 \text{ RES}(-1)$$

$$R^2 \text{ ajustado} = 0,81 \quad \text{DW} = 1,92 \quad F = 12,71$$

Donde:

LIQ = Liquidaciones de los créditos artículo XIV a menos de un año (millones de dólares).

SOLV = Cociente entre la deuda externa total, neta de reservas internacionales, y el PIB.

FAM = Flujos de capital llegados a toda América Latina (Fuente: FMI).

COLC = Colocaciones de corto plazo en pesos del sistema bancario chileno.

INV = Formación bruta de capital fijo (inversión excepto inventarios).

ENCAJE = Tasa de impuesto asociada al encaje (ver nota de pie N° 6).

RES = Diferencia entre la predicción de la ecuación de largo plazo para LIQ y el valor observado de LIQ, en el período anterior.

## 2. Créditos de corto plazo en la categoría "otros" (1990:1 -1993:4)

$$\begin{aligned}\Delta FCP = & -415,83 - 0,456\Delta FCP(-1) - 0,743\Delta FCP(-3) - 5630,68\Delta SOLV \\ & + 4131,17\Delta SOLV(-1) + 2,45\Delta INV(-1) + 566,54\Delta ENCAJE \\ & - 762,95\Delta ENCAJE(-2) + 590,21\Delta ENCAJE(-3)\end{aligned}$$

$$R^2 \text{ ajustado} = 0,74 \quad DW = 2,49 \quad F = 4,93 \quad (\text{prob} = 10,86\%)$$

Donde:

FCP = Otros créditos de corto plazo: líneas de corto plazo + corto plazo comercial directo + otros sector privado (millones de US\$).

## 3. Tipo de cambio real

a) Tendencia de largo plazo (1988:1 - 1993:4)

$$LTCR = 5,025 - 0,531 \text{ GOB} + 0,532 \text{ TS} - 0,351 \text{ LTT} - 0,009 \text{ TENDENCIA}$$

$$R^2 \text{ ajustado} = 0,73 \quad DW = 1,31 \quad F = 16,56 \quad (\text{Prob} = 0\%)$$

b) Variaciones de corto plazo (1988:2 - 1993:4)

$$\begin{aligned}\Delta LTCR = & - 0,889\Delta LTCR(-1) + 0,675\Delta LTCR(-2) + 0,741\Delta LTCR \\ & (-3) + 1,064\Delta LIND(-1) - 1,21\Delta LIND(-2) - 0,547\Delta LTT \\ & - 0,284\Delta LTT(-1) + 0,827\Delta TS - 0,611\Delta GOB \\ & + 0,287\Delta GOB(-1) + 0,021\Delta OPC - 0,686\Delta RES(-1)\end{aligned}$$

La variable ENCAJE tuvo estadígrafos t menores que 1 en valor absoluto, por lo que su coeficiente no fue significativamente distinto de cero.

$$R^2 \text{ ajustado} = 0,64 \quad DW = 2,16 \quad F = 4,60 \quad (\text{Prob: } 0,89\%)$$

Donde:

LTCR = Logaritmo del tipo de cambio real reportado por el Banco Central.

GOB = Consumo de Gobierno + transferencias a privados.

TS = Resultado de la balanza comercial + servicios no financieros.

LTT = Logaritmo de los términos de intercambio de Chile, definido a su vez como el cociente entre el deflactor de importaciones y el de exportaciones.

TENDENCIA= Tendencia temporal, que representa el diferencial de aumento de productividad entre los sectores productores de bienes transables y no transables internacionalmente.

LINDI = Logaritmo del tipo de cambio nominal, definido como el precio en pesos chilenos de una canasta de monedas con las mismas ponderaciones utilizadas por el Banco Central para construir el tipo de cambio real.

OPC = Saldo de las operaciones de cambio (intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario) (millones de dólares).

ENCAJE = Tasa de impuesto asociada al encaje (ver nota de pie N° 6).

RES(-1) = diferencia entre la predicción de la ecuación de largo plazo para LTCR y el valor observado de LTCR, en el período anterior.

## BIBLIOGRAFÍA

- Coeymans, J.E. y F. Larraín. "Efectos de un Acuerdo de Libre Comercio entre Chile y Estados Unidos: Un enfoque de equilibrio general". *Cuadernos de Economía*, año 31, N° 94, diciembre 1994, p. 357-400.
- Corbo, V. y L. Hernández. "Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: Latin American Style versus East Asian Style". *Working Paper N° 1377, The World Bank*, 1994, Washington D.C.
- De Gregorio, J. "Financial Opening and Capital Controls: The Experience of Spain". En R. Dornbusch y Y. C. Park, editores, *Financial Opening: Policy Lessons for Korea*. Seúl: Korean Institute of Finance y International Center for Economic Growth (CINDE) 1995.
- Domínguez, K. y J. Frankel. *Does Foreign Exchange Intervention Work?* Washington D.C.; Institute for International Economics, septiembre. (1993).
- Feldstein, M. "The Dollar Exchange Rate". Presentación al World Affairs Council de Philadelphia, en 1994, citado por Domínguez y Frankel (1993).
- Frankel, J. y K. Froot. "Chartists, Fundamentalists and the Trading in the Foreign Exchange Market". *American Economic Association Papers and Proceedings*, mayo (1990).
- Mathieson, J. y L. Rojas-Suárez. "Liberalization of the capital account: Experiences and issues", *IMF Occasional Paper N° 103*, 1993, Washington D.C.
- Soto, M. "Encaje a los créditos externos: La evidencia empírica en Chile". Tesis de Magister en Economía, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile, 1995.
- The Economist* (1995). "The House that Park Built", Suplemento, 3 de junio, 1995.
- Valdés, S. "Control de Cambios en países en desarrollo". *Cuadernos de Economía*, año 26, N° 77, (abril 1989), Santiago de Chile, pp. 115-144.
- \_\_\_\_\_. "Financial Liberalization and the Capital Account: Chile, 1974-84". En G. Caprio, I. Atiyas y J. Hanson (editores), *Financial Reform, Theory and Experience*. Nueva York: Cambridge University Press, 1995a.
- \_\_\_\_\_. "Chile and International Financial Liberalization: Lessons for Design". En R. Dornbusch y Y. C. Park (editores), *Financial Opening: Policy Lessons for Korea*. Seúl: Korean Institute of Finance y International Center for Economic Growth (CINDE), 1995b. □