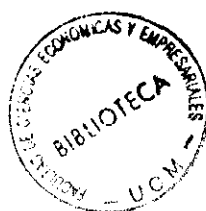


R. 57.803

T
1832



Cuenta financiera, competitividad exterior y sistema cambiario en las economías emergentes frente a las nuevas entradas de capitales: El caso de Argentina y Chile a principios de los noventa.

Ignacio Luque de la Orden
Departamento de Economía
Internacional de la
Universidad Complutense de
Madrid (UCM)

A mis padres, sin cuyo cariño y apoyo
jamás habría podido terminar esta tesis.

Indice

Índice

Prólogo	7
Introducción	9
Capítulo I	
Situación de partida y medidas de política económica	
1.1 Introducción.....	17
1.2 Situación macroeconómica de Argentina y de Chile en el período anterior a las afluencias de capitales.....	17
1.2.1 Chile.....	17
1.2.1.1 Chile en 1989.....	17
1.2.1.2 Actividad económica y empleo.....	18
1.2.1.3 Inflación.....	18
1.2.1.4 Tasas de interés y dinero.....	19
1.2.1.5 Balanza de pagos.....	19
1.2.1.6 Política cambiaria.....	20
1.2.1.7 Cuentas del sector público.....	21
1.2.1.8 Deuda externa.....	21
1.2.2 Argentina.....	21
1.2.2.1 Argentina en 1989.....	21
1.2.2.2 Actividad económica y empleo.....	22
1.2.2.3 Inflación y tipos de interés.....	22
1.2.2.4 Balanza de pagos.....	23
1.2.2.5 Política cambiaria.....	24
1.2.2.6 Cuentas del sector público.....	25
1.2.3 Comentario final.....	25
1.3 Medidas de política económica.....	27
1.3.1 Chile.....	27
1.3.1.1 Introducción.....	27
1.3.1.2 Política cambiaria.....	28
1.3.1.3 Política monetaria contracíclica.....	29
1.3.1.4 Los controles de capitales.....	30
1.3.2 Argentina.....	35
1.3.2.1 Introducción.....	35
1.3.2.2 Los primeros pasos del nuevo gobierno.....	36
1.3.2.2.1 La política de cambio estructural.....	37
1.3.2.2.2 La primera ola de reformas estructurales.....	38
Las primeras privatizaciones.....	38
Los primeros pasos hacia la liberalización comercial.....	38
Las medidas de carácter tributario.....	40
1.3.2.2.3 Medidas de estabilización económica.....	41
El Plan de Convertibilidad.....	42
1.3.2.3 La segunda ola de medidas estructurales.....	44
1.3.2.3.1 La segunda ola de privatizaciones.....	45
1.3.2.3.2 Hacia la apertura comercial.....	45
1.3.2.3.3 La reforma tributaria.....	47
1.3.2.3.4 La reforma del sistema de pensiones.....	47
1.3.2.3.5 Las finanzas provinciales.....	48
1.3.2.3.6 La deuda.....	49
Apéndice gráfico y estadístico del capítulo I	51

Capítulo II**Los flujos internacionales de capital**

2.1	Introducción.....	71
2.1.1	Importancia de los flujos internacionales de capital.....	71
2.1.2	¿Qué son los flujos internacionales de capital?.....	71
2.1.3	Tipos de flujos, agentes que participan y características de los mismos.....	72
2.2	Los países en vías de desarrollo y los flujos de capitales.....	75
2.2.1	Composición de los flujos de capitales.....	75
2.2.1.1	La Financiación Oficial al Desarrollo.....	76
2.2.1.2	La inversión extranjera directa (IED).....	78
2.2.1.3	Crédito bancario a largo plazo.....	79
2.2.1.4	La inversión en cartera.....	79
2.2.2	Evolución histórica de los flujos de capitales hacia los PVD.....	80
2.2.2.1	Los flujos hacia PVD; el cambio en los noventa.....	82
2.3	Factores impulsores de las corrientes de capitales.....	84
2.3.1	Factores de carácter genérico.....	84
2.3.1.1	El diferencial de tipos de interés y las políticas internas.....	87
2.3.1.2	Los pros y los contras de la afluencia de capitales exteriores.....	88
2.3.1.3	La diversidad de los capitales exteriores.....	88
2.3.1.4	Etapas de los flujos de capitales en los noventa.....	88
2.4	Los flujos de capitales hacia América Latina.....	89
2.4.1	Los flujos de capitales de carácter oficial.....	91
2.4.2	La inversión extranjera directa.....	91
2.4.3	El crédito bancario.....	92
2.4.4	La inversión en cartera.....	92
2.5	Los flujos de capitales hacia Argentina y Chile.....	93
2.5.1	Los flujos de capitales en términos netos.....	94
2.5.1.1	El saldo de la cuenta corriente.....	94
2.5.1.2	Las contrapartidas de la cuenta corriente.....	96
2.5.2	Los flujos de capitales en términos brutos.....	98
2.5.2.1	Análisis de las entradas de capitales sobre la base de la balanza financiera.....	98
2.5.2.2	Análisis de la balanza básica.....	104
2.5.2.3	La cuenta de capitales y el déficit público; el principio de equivalencia ricardiana.....	108
2.5.3	La relación entre la cuenta corriente y la cuenta de capital; el vínculo entre flujos en términos netos y brutos.....	111
2.5.3.1	La canalización de los flujos de capitales.....	115
2.6	Factores determinantes de las entradas de capitales a Argentina y Chile.....	119
2.6.1	La evolución de los tipos de interés.....	119
2.6.1.1	Los tipos de interés reales.....	122
2.6.2	La evolución de los tipos de cambio.....	124
2.6.3	Los mercados bursátiles y de <i>bonos</i>	125
2.7	Estudio de los efectos genéricos de las entradas de capitales en Argentina y Chile.....	129
2.7.1	El aumento de los déficit comerciales.....	130
2.7.2	Aumento del consumo.....	130
2.7.3	Control monetario y presiones inflacionarias.....	132
2.7.4	Apreciación real.....	135
2.7.6	Acumulación de reservas internacionales.....	138

Apéndice gráfico y estadístico del capítulo II.....	139
---	-----

Capítulo III

Especificación del modelo

3.1	Introducción.....	162
3.2	El diagrama de la balanza de pagos.....	164
3.2.1	La cuenta corriente.....	164
3.2.2	La cuenta financiera.....	166
3.2.3	El equilibrio de la cuenta de capital y la cuenta corriente: el diagrama del equilibrio financiero exterior.....	170
3.2.4	El diagrama del equilibrio financiero exterior y las reservas.....	172
3.2.5	La relación entre R y M.....	178
3.2.5.1	La no-intervención de las autoridades económicas.....	178
3.2.5.2	Con intervención del banco central.....	183
3.3.5	Supuestos de partida del diagrama de la BP.....	185
3.4	Representación del TCR; el diagrama PP-EE.....	187
3.4.1	Obtención de las curvas PP y EE.....	187
3.4.2	La intersección de la PP y de la EE.....	190
3.4.3	Algunas consideraciones sobre el diagrama PP-EE.....	191
3.5	El dinero, los tipos de interés y los tipos de cambio; el diagrama del mercado de divisas.....	193
3.5.1	La rentabilidad y los tipos de cambio.....	193
3.5.1.1	El tipo de cambio de equilibrio.....	193
3.5.1.3	El tipo de interés del dólar y el tipo de cambio nominal.....	195
3.5.1.4	El efecto de las variaciones del tipo de cambio esperado sobre el tipo de cambio corriente.....	195
3.6	El diagrama del mercado monetario.....	197
3.6.1	El tipo de interés y la demanda de dinero.....	197
3.6.1.1	La representación de la demanda real de dinero.....	198
3.6.1.2	Un aumento de la renta real.....	198
3.6.2	El tipo de interés y la oferta de dinero.....	199
3.6.2.1	Un aumento de la oferta de dinero.....	199
3.6.3	El equilibrio en el mercado monetario.....	200
3.6.3.1	Un aumento/disminución de la oferta monetaria.....	201
3.6.3.2	Un aumento del producto nacional.....	201
3.6.4	Algunas consideraciones sobre este modelo de equilibrio monetario.....	202
3.7	El mercado monetario y el mercado de divisas; la integración de los dos diagramas.....	204
3.7.1	En equilibrio en los mercados monetario y de divisas.....	204
3.7.2	Los efectos de las variaciones de la oferta monetaria sobre el tipo de cambio corriente.....	205
3.7.3	La oferta monetaria norteamericana y el tipo de cambio del peso respecto al dólar.....	205
3.7.4	Una variación de las expectativas de tipo de cambio.....	206
3.8	La integración del diagrama de la balanza de pagos y el diagrama PP-EE.....	207
3.8.1	Un aumento de las reservas partiendo de la posición de equilibrio.....	208
3.8.2	Acceder al equilibrio con acumulación de reservas.....	209
3.9	La integración de los diagramas PP-EE y de los mercados de cambio y monetario.....	211
3.10	El modelo global.....	214
3.10.1	El equilibrio global.....	214
3.11	Supuestos de partida del modelo y algunas consideraciones sobre el mismo.....	216

Apéndice gráfico del capítulo III.....	218
--	-----

Capítulo IV
El análisis de Argentina y Chile

4.1	Introducción.....	224
4.2	Síntesis macroeconómica en base a las variables del modelo.....	224
4.2.1	Los mercados monetarios y de divisas.....	224
4.2.1.1	Argentina.....	224
4.2.1.1.1	El mercado monetario.....	226
4.2.1.1.2	El mercado de divisas.....	227
4.2.1.2	Chile.....	229
4.2.1.2.1	El mercado monetario.....	230
4.2.1.2.2	El mercado de divisas.....	232
4.2.1.2.2.1	Las entradas de capitales y el tipo de cambio.....	232
4.2.2	El tipo de cambio real.....	236
4.2.2.1	Argentina.....	237
4.2.2.2	Chile.....	238
4.3	El diagrama de la balanza de pagos.....	240
4.3.1	El diagrama de balanza de pagos en el período 1989-1994.....	240
4.3.1.1	Argentina.....	240
4.3.1.2	Chile.....	242
4.3.2	El diagrama global.....	243
4.3.2.1	El diagrama global para Argentina.....	243
4.3.2.2	El diagrama global para Chile.....	246
4.3.3	Contrastación del diagrama de balanza de pagos: la evidencia empírica.....	248
4.3.3.1	Argentina.....	251
4.3.3.2	Chile.....	252
 Apéndice gráfico y de regresiones del capítulo IV.....		255
 Conclusiones.....		273
 Bibliografía.....		282
 Apéndices:		
Apéndice I : Aspectos metodológicos.....		291
Apéndice II : Glosario de términos.....		303
Apéndice III : Índice de siglas.....		317
Apéndice IV : Calendario argentino.....		320
Apéndice V : Calendario chileno.....		326

Prólogo

Agradecimientos

El presente trabajo no habría sido posible sin la inestimable ayuda de una gran cantidad de personas que tanto por sus conocimientos, consejos así como por su apoyo moral han hecho posible que este trabajo haya visto la luz. Como se podrá comprobar, son muchas las personas a las que les estoy profundamente agradecido...

Carlos Díaz de la Guardia, Angel Martínez-González Tablas, E.V.K. Fitzgerald, Joaquín Zamorano Valiña, Vicente Donoso, René Peña Blacutt, Jose Luis Jiménez Guajardo-Fajardo, Camino Gómez Galarza, Juan Yermo, Alberto Pérez , Marta Carro, Pablo Ruíz, Alfredo Macías y Hervé Busschaert.

Introducción

Introducción

A lo largo de los últimos años de la historia económica de América Latina son muchos y variados los esfuerzos de estos países por recobrar la ansiada senda del crecimiento económico. Tras la llamada década perdida, gran parte de estas economías se han visto implicadas en los más extremos desequilibrios que la ciencia económica haya podido concebir, este es el caso del problema de la deuda externa, la hiperinflación, la inestabilidad cambiaria, etc.

Según las últimas estimaciones del BPI de Basilea el volumen diario de instrumentos cambiarios tradicionales (transacciones al contado, *forwards*, *futuros* y *swaps de divisas*) asciende a 1,49 billones de dólares. Esto no es sino el reflejo de la creciente globalización de la economía internacional que afecta al conjunto de la economía mundial y de forma muy especial a las economías en vías de desarrollo.

Es por esto que en las economías en desarrollo a la problemática derivada de la estabilización se ha venido a adherir en estos últimos años la existencia de corrientes de capitales exteriores que han puesto a examen algunas de las prácticas de la gestión de la política económica. Dichas corrientes de capitales exteriores, derivadas de las más recientes tendencias de los mercados financieros internacionales, son susceptibles de diferentes tratamientos por parte de las autoridades económicas de los países en vías de desarrollo. En virtud de las necesidades de estos países, los objetivos de política económica y el estado de la misma (entre el que incluimos el sistema cambiario) y del tratamiento y características de las citadas corrientes de capitales, los efectos que éstas provocan en las economías receptoras pueden diverger considerablemente. La ciencia económica ha de afrontar el reto de abordar el análisis de las problemáticas derivadas de las más recientes tendencias de la economía internacional.

El interés por estas nueva problemáticas deriva de una doble vertiente ya que implica riesgos tanto para las economías receptoras de los flujos financieros como para los países desarrollados inversores. Por el lado de las economías receptoras los peligros de crisis financieras vienen representados por los perniciosos efectos que tienen para la actividad económica, en su vertiente real y financiera, con independencia del factor desencadenante de la misma. Por otro lado los países acreedores no están exentos de riesgos ya que este tipo de crisis suele suponer fuertes pérdidas para el inversionista extranjero debido a las convulsiones cambiarias, los niveles de renta y consumo del país receptor o el aumento de impagos.

La tesis alrededor de la que se arma el presente trabajos mantiene el hecho de que independientemente de cual sea el modelo de desarrollo que elija un país en una economía que ha iniciado un proceso de liberalización económica, la competitividad de la economía debe vincularse a las necesidades de competitividad que esta economía crea en el desarrollo de sus relaciones con el exterior. Este vínculo debe crearse o mantenerse de forma artificial por parte de las autoridades económicas ya que la inexistencia de dicho vínculo implica la ruptura, a medio o largo plazo, del compromiso cambiario que ha adquirido con independencia del sistema cambiario que este hubiera adoptado.

Con la idea de estudiar esta tesis el presente trabajo presenta el estudio contrastado de Argentina y Chile, dos de los países que en estos últimos años han hecho frente al

problema de la estabilización económica y que al mismo tiempo han debido tomar una postura en cuanto al tratamiento de los flujos exteriores de capitales. Estos dos países han afrontado la estabilización económica desde escenarios plenamente distintos. Mientras que Chile ha escogido un sistema de tipo de cambio flotante intervenido para continuar en su esfuerzo de mejora del sector exportador, Argentina ha establecido un “*currency board*” que ha conseguido erradicar la larga trayectoria de inestabilidad de precios que ha protagonizado el país.

Tenemos por tanto que la situación que vivieron los países que ocupan nuestro estudio, así como el resto de países de la región, deriva de la confluencia de dos tipos genéricos de factores. Por un lado los de tipo interno que se dieron como consecuencia de la puesta en marcha de planes de reforma de tipo integral, que abarcaron la estabilización de las principales macromagnitudes, pero que incidieron igualmente en reformas de carácter más amplio como pueden ser el sistema de pensiones, las medidas de ajuste fiscal, las privatizaciones, la liberalización comercial y financiera o el saneamiento del sistema financiero por mencionar algunos ejemplos. Por otro lado los países se vieron afectados por factores de tipo externo tales como la caída de los tipos de interés internacionales y las nuevas tendencias de los mercados financieros, tales como la volatilidad de los mercado o los enormes volúmenes de capitales que se movilizan a nivel internacional.

En el presente trabajo se pretende ofrecer una visión de las diferentes políticas que han adoptado estos países en el marco de las circunstancias de carácter interno y externo que acontecieron a principios de los noventa. De esta forma se intenta explicar en un nuevo marco la interacción entre los factores económicos y las respuestas de política económica que abordaron Argentina y Chile en aquél momento histórico. En el estudio van a contrastarse las diferentes actuaciones y sistemas cambiarios para finalmente concluir con el estudio de la incidencia de todo esto sobre la economía real a través de la evolución de la competitividad exterior de la economía medida a través del tipo de cambio real (TCR); para esto veremos cuales son las respuestas de los precios y de los tipos de cambios nominales ante las políticas internas y flujos exteriores de capitales. El objetivo final es el de analizar el cambio que han implicado los flujos de capitales para las economías objeto de estudio, y por extensión para el resto de los PVD, en relación a los ajustes de competitividad de la economía y por tanto de crecimiento a medio y largo plazo. Para analizar el cambio que han supuesto estas nuevas entradas de capitales exteriores se expone un modelo que representa los procesos de ajuste, vía competitividad de la producción interior, tal como se producían los movimientos internacionales de capitales cuando la cuenta financiera se ajustaba a los movimientos de la cuenta corriente.

El estudio de esta tesis nos ha llevado a desarrollar el presente trabajo de la siguiente forma:

El capítulo I presenta resumidamente la situación macroeconómica en la que se encontraban las economías que ocupan nuestro estudio en el periodo previo a las fuertes entradas de capitales exteriores. De esta forma se pretende ofrecer un visión más clara de las políticas económicas que se desarrollaron a partir de este momento al tiempo que se amplía la comprensión de los efectos que provocaron las fuertes entradas de capitales. Posteriormente se pasan a exponer las principales medidas de política

económica que se pusieron en marcha durante el período de las afluencias de capitales exteriores, haciendo especial hincapié en la política de control de precios y en la gestión del tipo de cambio por parte de las autoridades económicas.

El tema de los flujos de capitales se trata en el capítulo II. El capítulo se estructura de forma que se pasa de los aspectos más generales sobre los flujos internacionales de capitales, procediendo paulatinamente a centrar el estudio en los aspectos más concretos referentes a Argentina y Chile. De esta forma primeramente nos ocupamos de la descripción, evolución y tendencias de los flujos internacionales de capitales a nivel mundial. Posteriormente nos centramos en el estudio la balanza de pagos y las corrientes financieras en el área latinoamericana y se concluye con un estudio pormenorizado de las entradas de capitales en Argentina y Chile en el que se abordan las características intrínsecas de los flujos hacia los dos países, los factores determinantes de los mismos así como los efectos que provocaron en los países receptores.

El marco analítico se presenta y desarrolla en el capítulo III. En este capítulo se trata el modelo que se contrastará con el comportamiento de las economías argentina y chilena. Dicho modelo presenta una balanza de pagos que se corrige de forma automática y en el que la cuenta financiera se adapta a la cuenta corriente. El referido modelo se compone de varias partes que se presentan y desarrollan aisladamente para posteriormente irse integrando y componer el marco analítico en base al cual se estudian las economías Argentina y Chilena. De esta forma, en primer lugar presentamos el “diagrama de la balanza de pagos”, su obtención, funcionamiento y aplicación. Posteriormente se presenta el “diagrama del tipo de cambio real” que como veremos se ocupa de desdoblar los movimientos del TCR. Seguidamente se introduce el “diagrama del mercado monetario y del mercado de divisas” que como su propio nombre indica se encargan de describir el funcionamiento de estos mercados a nivel nacional. Tras esta presentación aislada de los diagramas procedemos a la integración de estos, en primer lugar entre el “diagrama del tipo de cambio real” (también denominado en el trabajo “diagrama PP-EE” por las funciones que se obtienen) con el “diagrama de la balanza de pagos” para posteriormente proceder al la integración del “diagrama del mercado monetario y del mercado de divisas” con el “diagrama PP-EE”. Como punto final se presenta el que hemos denominado “modelo global” que incluye los diagramas mencionados anteriormente.

El capítulo IV se dedica al estudio de lo acontecido en Argentina y Chile en base al modelo desarrollado en el capítulo anterior. En primer lugar se estudian los ajustes que mantuvieron las economías argentina y chilena durante el período de entrada de capitales en función de las variables que intervienen en el modelo. De esta forma se define como se comportan, durante el período de estudio, los distintos diagramas que componen el modelo para los países que ocupan nuestro estudio. El paso siguiente es estudiar el modelo global en virtud de los estudios parciales. En la parte final del capítulo el análisis en base al modelo se apoya con una serie de contrastes de carácter econométrico que ayudan a contrastar al validez del modelo en Argentina y Chile durante el período que se produjeron las entradas de capitales.

Por último se procede a enumerar una serie de conclusiones y valoraciones en vista de los resultados obtenidos. En virtud de estas valoraciones se pueden sacar algunas recomendaciones de carácter general así como a emitir un juicio sobre la tesis que

desarrolla el presente trabajo. Igualmente se obtienen otra serie de conclusiones que sin estar directamente vinculadas a la propia defensa de la tesis pueden servir a la reflexión de determinados aspectos que se ponen de manifiesto en el desarrollo del estudio.

De forma paralela al desarrollo de los temas indicados el presente trabajo recoge una serie de apéndices que apoyan lo que en los cuatro capítulos se desarrolla.

Hay que hacer referencia a los apéndices de cada uno de los cuatro capítulos. En éstos se introduce toda la información estadística (ya sea de forma gráfica como en cuadros estadísticos) que sin ser parte fundamental en el desarrollo del tema que se expone en el capítulo respectivo, apoya o ayuda a una explicación determinada. Estos apéndices se denominan como “Apéndice gráfico” (o “Apéndice gráfico y estadístico” o “Apéndice gráfico y de regresiones” según contenga sólo gráficos o gráficos y cuadros o las regresiones econométricas pertenecientes al capítulo IV) seguido del nombre del capítulo a que corresponda. Estos apéndices vienen situados inmediatamente después de cada uno de los capítulos.

El “Apéndice I” recoge algunos de los aspectos metodológicos y teóricos que se han utilizado en el transcurso de la tesis y que son susceptibles de una explicación más amplia a la que se puede ofrecer en cada uno de los capítulos.

El “Apéndice II” contiene un glosario con los términos que son susceptibles de definición fuera del propio capítulo bien por la extensión de la propia explicación del término bien por eliminar reiteraciones en el desarrollo de los capítulos. Los términos que son recogidos en dicho apéndice aparecen señalados *en cursiva* a lo largo del texto.

El “Apéndice III” es una lista de siglas y sus correspondientes significados. Dichas siglas aparecen a lo largo del texto y recogen en el apéndice a modo de recordatorio.

El “Apéndice IV” y el “Apéndice V” enumeran de forma cronológica las principales medidas de carácter económico relacionadas con el desarrollo de la tesis así como algunos hechos políticos relevantes que tuvieron lugar en Argentina y Chile respectivamente, durante el período de estudio.

Capítulo I
Situación de partida y medidas de política
económica

Capítulo I Situación de partida y medidas de política económica

Esquema:

1.1	Introducción.....	17
1.2	Situación macroeconómica de Argentina y de Chile en el período anterior a las afluencias de capitales.....	17
1.2.1	Chile.....	17
1.2.1.1	Chile en 1989.....	17
1.2.1.2	Actividad económica y empleo.....	18
1.2.1.3	Inflación.....	18
1.2.1.4	Tasas de interés y dinero.....	19
1.2.1.5	Balanza de pagos.....	19
1.2.1.6	Política cambiaria.....	20
1.2.1.7	Cuentas del sector público.....	21
1.2.1.8	Deuda externa.....	21
1.2.2	Argentina.....	21
1.2.2.1	Argentina en 1989.....	21
1.2.2.2	Actividad económica y empleo.....	22
1.2.2.3	Inflación y tipos de interés.....	22
1.2.2.4	Balanza de pagos.....	23
1.2.2.5	Política cambiaria.....	24
1.2.2.6	Cuentas del sector público.....	25
1.2.3	Comentario final.....	25
1.3	Medidas de política económica.....	27
1.3.1	Chile.....	27
1.3.1.1	Introducción.....	27
1.3.1.2	Política cambiaria.....	28
1.3.1.3	Política monetaria contracíclica.....	29
1.3.1.4	Los controles de capitales.....	30
1.3.2	Argentina.....	35
1.3.2.1	Introducción.....	35
1.3.2.2	Los primeros pasos del nuevo gobierno.....	36
1.3.2.2.1	La política de cambio estructural.....	37
1.3.2.2.2	La primera ola de reformas estructurales.....	38
	Las primeras privatizaciones.....	38
	Los primeros pasos hacia la liberalización comercial.....	38
	Las medidas de carácter tributario.....	40
1.3.2.2.3	Medidas de estabilización económica.....	41
	El Plan de Convertibilidad.....	42
1.3.2.3	La segunda ola de medidas estructurales.....	44
1.3.2.3.1	La segunda ola de privatizaciones.....	45
1.3.2.3.2	Hacia la apertura comercial.....	45
1.3.2.3.3	La reforma tributaria.....	47
1.3.2.3.4	La reforma del sistema de pensiones.....	47
1.3.2.3.5	Las finanzas provinciales.....	48
1.3.2.3.6	La deuda.....	49

Gráficos y cuadros:

Gráfico 1.1. Argentina; tipo de cambio del Austral respecto al dólar. Período 1982-1989. Datos expresados en medias anuales. Escala logarítmica. Fuente: The Economist.....	24
Cuadro 1.1. Chile; datos generales. Año 1989. Fuentes: FMI, BM y CEPAL.....	28
Gráfico 1.2. Chile; tasas de los instrumentos del banco central. Período 1989-1990. Datos mensuales. Fuente: Banco Central de Chile.....	29
Gráfico 1.3. Chile; entradas de capitales y cuenta corriente. Período 1975-1994. Millones de dólares. Datos anuales. Fuente: Banco Central de Chile.....	30
Gráfico 1.4. Chile; regulación de los flujos de inversión extranjera directa. Período 1986-1994. Millones de dólares. Fuente: Banco Central de Chile.....	32
Gráfico 1.5. Chile; regulación de los flujos e inversión extrajera en cartera. Período 1986-1994. Millones de dólares. Fuente: Banco Central de Chile.....	33
Cuadro 1.2. Argentina; datos generales. Período 1989-1990. Fuentes: FMI, BM y CEPAL.....	36
Cuadro 1.3. Argentina; proceso de apertura comercial. Octubre 1989- Octubre 1990. Fuente: FIEL.....	39
Cuadro 1.4. Argentina; índice de señoriaje monetario del gobierno. Período 1986-1994. Fuente: elaboración propia a partir de datos del FMI.....	43
Cuadro 1.5. Argentina; programa financiero del gobierno. Período 1991-1995. Miles de millones de dólares. Fuente: FIEL.....	45
Cuadro 1.6. Argentina; proceso de apertura comercial. Período Enero 1991- Abril 1994. Fuente: FIEL.....	46
Cuadro 1.7. Argentina; variación de los pasivos del gobierno. Período 1989-1994. Millones de pesos. Fuente: FMI.....	50

1.1 Introducción

El presente capítulo tratará de ofrecer una visión concisa sobre dos puntos específicos: por un lado, la situación macroeconómica de partida de Argentina y Chile en el momento anterior a las fuertes entradas de flujos de capitales y por otro lado, un repaso de las principales medidas de política económica que se tomaron durante el período de estudio (de 1989 a 1994). Estos dos aspectos se desarrollan respectivamente en los epígrafes 2 y 3 del capítulo. La situación macroeconómica de partida se ha realizado de forma en que sea fácilmente comprensible y pone énfasis en los principales dilemas de política económica que enfrentaban estas economías en aquellos momentos. En lo referente a las medidas de política económica podemos señalar que han sido determinantes en los procesos de ajuste que han vivido estas dos economías y que de forma propia han determinado buena parte del gran aumento de flujos de capitales hacia estos países. Se hace por tanto necesario un repaso, que en ningún caso supone por sí mismo el centro de nuestro estudio, de aquellas medidas que han favorecido el retorno de los capitales exteriores hacia Argentina y Chile. La complejidad de la situación y la variedad de medidas de ajuste que las autoridades económicas se vieron obligadas a tomar, en especial en el caso de Argentina, hicieron que las políticas que se pusieron en marcha fuesen muchas y diversas. Lo dicho anteriormente redundaría en un análisis a la fuerza dilatado pero que al mismo tiempo intenta expresar brevemente las claves de política económica de estos dos países en aquellos momentos, es decir, el origen y fin de las políticas que se pusieron en marcha.

1.2 Situación macroeconómica de Argentina y de Chile en el período anterior a las afluencias de capitales

Como dijimos anteriormente, el presente apartado pretende arrojar una visión de la situación macroeconómica que presentaban las dos economías en el período anterior a las grandes afluencias de capitales. En el caso de Chile este período lo hemos circunscrito a 1989 mientras que en Argentina el período de entradas de capitales exteriores comienza en el último trimestre de 1990 con los primeros logros en la estabilización económica. No se trata de un análisis exhaustivo de la situación macroeconómica sino que pretende describir a grandes rasgos la situación de partida de Argentina y de Chile en los momentos previos al período de estudio.

1.2.1 Chile

1.2.1.1 Chile en 1989

A finales de los años ochenta nos encontramos con una economía que viene creciendo durante cinco años consecutivos y en el citado año alcanza un

crecimiento del PIB cercano al 10% (véase gráfico 1.1 del apéndice gráfico del presente capítulo¹).

Este crecimiento no estaba exento de problemas ya que durante 1988 y 1989 se gestaron en la economía desequilibrios desencadenados por el excesivo gasto interno. La preocupación fundamental de los gestores de la política económica se centraba en el control de los precios internos; la inflación alcanzaba un nivel cercano al 30%. En cuanto a evolución de las importaciones podemos decir que en el citado año alcanzaron el nivel récord del 30% del PIB² (ver el gráfico 1.2 del apéndice gráfico).

En 1989 se hace evidente la necesidad de conseguir un nivel de crecimiento sostenible, manteniendo bajo control el nivel de precios, la inversión y el aumento de las exportaciones.

1.2.1.2 Actividad económica y empleo

Como ya mencionamos anteriormente 1989 representa el punto máximo de un ciclo expansivo de cinco años tras la crisis de la deuda del año 1982. Del mismo modo, el empleo tuvo una evolución favorable durante dicho ciclo expansivo. La tasa de desempleo en el año 1989 se situaba en el 5,3% de la población activa³. En el gráfico 1.3 del apéndice aparece la evolución de la tasa de paro hasta el año 1994.

1.2.1.3 Inflación

Se produjo un fuerte empeoramiento de la inflación respecto a 1988, pasando el IPC anual del 12,7% a un 21,4% el año siguiente. En el citado año la contención inflacionaria vino protagonizada por la disminución en el IVA (Impuesto sobre el Valor Añadido) y la caída de los precios internacionales del crudo. En 1989 sin factores alternativos que contuviesen el crecimiento de los precios éstos aumentaron fuertemente. Ya desde finales de 1988 se pudo apreciar un alto dinamismo del producto, que no contribuyó precisamente al control de precios internos (véase el gráfico 1.4 del apéndice gráfico) a lo que hay que añadir el hecho de que 1990 es año de elecciones y las autoridades económicas no consideraron oportuno que el crecimiento se situase por debajo del 5%.

En cualquier caso la tendencia inflacionaria no se detuvo en 1989 sino que por el contrario continuó aumentando durante el año siguiente, en el que el IPC registró

¹ A no ser que se indique otra cosa los gráficos a los que se aludan en los distintos capítulos se refieren a los apéndices gráficos de los correspondientes capítulos.

² Según estimaciones de la CEPAL y próximas al 34% del PIB según estimaciones del FMI.

³ Datos de población activa no disponibles hasta el año 1992, en el que se sitúa en los 5 millones de personas.

un aumento del 27,3% (véase el gráfico 1.5 del apéndice gráfico). El gobierno puso en marcha una política monetaria restrictiva a fin de reducir las presiones inflacionarias creadas por el excesivo crecimiento monetario a finales de 1988.

1.2.1.4 Tasas de interés y dinero

En 1988 las tasas de interés se sitúan en el punto más bajo de los años ochenta como lo demuestra la evolución de la tasa de interés de los *PRBCs* a 90 días⁴ (gráfico 1.6 del apéndice gráfico) que instrumentan la política monetaria del banco central. Como se puede observar en el gráfico ya desde mediados del citado año se puso en marcha una política claramente restrictiva; no obstante, la mencionada acción se hace más evidente al año siguiente.

Los incrementos de tasas de interés en los mencionados instrumentos responden al intento de la autoridad monetaria por recobrar los niveles deseados de crecimiento de los agregados monetarios.

1.2.1.5 Balanza de pagos

En 1989 el saldo de la cuenta corriente es deficitario, alcanzando la cifra del 2,5% del PIB.

En términos generales la cuenta corriente refleja los flujos de capitales en términos netos⁵ y por ende el endeudamiento de la economía frente al resto del mundo. Al hablar de déficit es preciso por tanto tener en cuenta el peso de la deuda externa y en Chile, según las estimaciones del propio banco central, es necesario un nivel medio de déficit de entre el 3% y 4% para mantener los niveles de solvencia en torno al 50% del producto interno⁶. Ciertamente los niveles de déficit vienen reduciéndose de forma progresiva desde la crisis de 1982 (el déficit de 1989 es el más bajo de la década a excepción del déficit de 1987), pero Chile debe mantener su nivel de déficit en cuenta corriente bajo el 3% del PIB para

⁴ El manejo de la tasa de interés de los *PRBCs* a 90 días se constituía como instrumento fundamental de control de liquidez por parte del banco central hasta bien entrado 1995.

⁵ Como contrapartida financiera de la cuenta corriente. Esto está relacionado con la interpretación de los flujos de capitales en términos netos o en términos brutos. Véase punto 10 del apéndice I de aspectos metodológicos.

⁶ Dicha apreciación sobre el nivel sostenible de déficit se publica en la Memoria del Banco Central de Chile del 1993, y precisamente en este año el nivel de déficit de la cuenta corriente supera dicha barrera del 4% por medio punto porcentual. Según Williamson (1995) la deuda sostenible no debe superar el 40% del PIB y sugiere un nivel manejable de déficit por cuenta corriente que fija en 0,4 veces el valor del crecimiento del producto a largo plazo. Según este criterio el crecimiento que mantiene la economía chilena entre los años 1989 y 1994 (una media del 7% anual) concuerda con un nivel de déficit público del 3% del PIB, mientras que un nivel de déficit público mantenido del 4% del PIB implicaría un crecimiento anual medio a largo plazo del 10%.

conseguir superar el problema de la deuda externa (véase gráfico 1.7 del apéndice gráfico del capítulo). A pesar de que Chile hasta 1989 consigue un rápido descenso en el peso de la deuda todavía ésta se sitúa en niveles muy elevados, baste decir que el stock de deuda total representaba el 113,5% del PIB en el año 1987 y que en 1989 se reduce al 68,8%.

En cuanto a la cuenta comercial cabe mencionar que el porcentaje de importaciones y el de exportaciones en relación al PIB alcanzan su punto máximo en 1989 con un 30,3% y un 33,9% respectivamente (véase nuevamente el gráfico 1.2 del apéndice gráfico). La balanza comercial se mantuvo en superávit hasta 1992.

El arancel nominal medio chileno es desde 1988 del 15% y la reducción arancelaria del citado año se enmarca en un proceso de apertura comercial que se inicia en el año 1984.

El año 1989 representa un punto de ruptura en relación con la cuenta financiera, a partir de este año mostrará saldos positivos en la misma, situación que se mantendrá en adelante (véase gráfico 1.8 del apéndice gráfico del capítulo). De hecho el gobierno se vuelca en endurecer los controles de capitales durante los años 1991 y 1992 como medida para frenar los importantes flujos de inversión exterior. Tengamos en cuenta que en 1990 el superávit de la cuenta financiera representa casi el 11% del PIB duplicando la cifra del año anterior, primer año en el que se producen entradas netas de capital.

1.2.1.6 Política cambiaria

El sistema cambiario se basa en una *banda de fluctuación* en torno a un valor central que fija la autoridad monetaria denominado *dólar acuerdo*. La citada banda (en 1989) se establecía en torno al $\pm 5\%$ del *tipo de cambio de acuerdo*⁷.

El valor de dicho *dólar acuerdo* se establecía según una ponderación de distintas monedas; dólar norteamericano, marco alemán y yen. La ponderación estas monedas han tenido en el *tipo acuerdo* ha variado a lo largo del tiempo. Al mismo tiempo el *dólar acuerdo*, lejos de mantener un valor fijo, se modifica diariamente para corregir el diferencial de inflación respecto a los países con los que Chile comercia.

En torno al mencionado *dólar acuerdo* y dentro de la banda fijada, fluctúa el *dólar observado*, que determina el tipo de cambio al que se podrán realizar las operaciones de cambio de divisas en el *mercado cambiario formal*. Existe un segundo mercado o *mercado cambiario informal* al que se pueden realizar determinadas operaciones de carácter marginal. Con el tiempo, progresivamente se irán autorizando mayor número de operaciones en el *mercado cambiario*

⁷ En el gráfico 1.9 del apéndice gráfico se recoge la evolución del tipo de cambio en Chile entre los años 1989 y 1994.

informal. Las intervenciones del banco central se dirigirán a evitar que el tipo de acuerdo no atravesase el piso de la banda, dada la tendencia que ha mostrado el *tipo de cambio observado* a la apreciación de la moneda chilena. Las intervenciones pueden variar según su grado de sutileza, desde una intervención en el mercado cambiario, o una ampliación de la *banda de flotación*, pasando por una devaluación del tipo acuerdo.

Durante 1989 y parte de 1990 el *tipo de cambio observado* se sitúa en la parte superior de la *banda de flotación*. Sin duda en 1989 todavía no se manifestaron las tensiones cambiarias que van a caracterizar los primeros años de los noventa. El gráfico 1.9 del apéndice gráfico ofrece una muestra clara de lo mencionado anteriormente.

1.2.1.7 Cuentas del sector público

En el gráfico 1.10 del apéndice gráfico se pone de manifiesto el esfuerzo por mantener una posición saneada de las finanzas públicas ya que no sólo se produjo un superávit del 1,4% del PIB en el año 1989 sino que este hecho se repitió en años sucesivos.

1.2.1.8 Deuda externa

La deuda alcanzaba el 127% del PIB en 1985 y en 1989 se consiguió reducir hasta el 69% del PIB. Los indicadores de deuda expresados en virtud de las exportaciones fueron especialmente bajos para Chile debido al elevado grado de apertura comercial del país⁸.

1.2.2 Argentina

1.2.2.1 Argentina en 1989

En 1989 Carlos Menem es elegido como presidente de la república, tomando posesión de cargo el mes de julio del mismo año. Recibe el país en unas condiciones caóticas. El primer gobierno democrático de Raúl Alfonsín, elegido en 1985, había fracasado en el intento de estabilizar la economía argentina. El nuevo presidente se enfrenta a una grave situación económica y social⁹. El plan de

⁸ Entendiendo la apertura comercial como la proporción que representa el sector comercial (tanto importaciones como exportaciones) en relación con el producto total de la economía. No queremos referirnos por tanto al proceso de apertura comercial que se refleja en los aranceles. El arancel promedio vigente en 1984 en Chile fue del 35% y en 1988 se estableció un arancel promedio del 15% y en 1995 fue del 11%.

⁹ Semanas antes del que tomase posesión del cargo el nuevo presidente se declara el estado de sitio debido a la aparición de disturbios sociales.

estabilización diseñado por el nuevo gobierno parece surtir efecto a mediados de año¹⁰, pero a finales de 1989 el país vuelve a sucumbir a la hiperinflación.

1.2.2.2 Actividad económica y empleo

En 1989 el PIB cae un 7% y representa la mayor caída en el producto de la economía argentina de la década. El citado año, junto con el precedente y posterior completan un trienio en el que el producto no ha cesado caer ya que en dichos años se produjeron caídas del PIB del 2% y el 1,3% respectivamente¹¹ (véase gráfico 1.11 del apéndice gráfico).

A pesar de lo que pudiera parecer, el año de la puesta en marcha del *Plan de Convertibilidad* concluye con una caída de más de tres puntos porcentuales en el nivel de desempleo, debido en parte al dinamismo que registra el producto nacional que dicho año ha crecido más de un 10%.

El nivel de desempleo se situó en un 7,3% de la población activa en el año 1989, su evolución se puede observar en el gráfico 1.12 del apéndice gráfico.

El año 1991 registra un nivel de desempleo moderado que no llega al 6% y se hace evidente el coste que en términos de empleo supone la fijación del tipo de cambio al dólar, ya que desde este año no cesa de crecer hasta situarse cerca del 19% en 1995.

1.2.2.3 Inflación y tipos de interés

El año 1989 para Argentina viene marcado por la hiperinflación, tal como se puede apreciar en el gráfico 1.13 del apéndice gráfico. La evolución de la tasa de interés nominal sigue de cerca de la inflación hasta la llegada de la hiperinflación.

Este año los tipos de interés se muestran incapaces de seguir a la inflación y se hacen negativos. Los mercados financieros argentinos se encuentran paralizados a mediados de 1989 ante los tipos de interés negativos.

¹⁰ El paquete introduce una serie de medidas de emergencia basado en cinco líneas fundamentales: devaluación, fuerte aumento de los tipos de interés, recorte del gasto público y aumento del ingreso a través de una reforma fiscal, privatización de empresas públicas y medidas encaminadas al aumento de la inversión extranjera.

¹¹ Estimaciones del FMI.

La citada evolución de los tipos de interés hasta 1989 representa un claro ejemplo del llamado efecto Fischer, que hace referencia al hecho de que los tipos de interés nominales aumentan a medida que aumenta la inflación de forma que los tipos de interés reales tienden a mantenerse inalterados¹².

En 1989 la inflación anual alcanza una cifra récord en el país, llegando hasta casi el 5 mil por ciento. La incertidumbre ante las elecciones en ese mismo año y una crítica situación social desestabilizaron sobremanera la ya precaria situación de los precios¹³. En años sucesivos se realizarán grandes logros en materia de estabilización de precios como se puede observar nuevamente en el gráfico 1.13 del apéndice gráfico.

1.2.2.4 Balanza de pagos

En 1989 la cuenta corriente registra un déficit del 2%.

Al igual que en el caso de Chile, la posición deudora de Argentina frente al resto del mundo no debe observarse aisladamente ya que el stock de deuda acumulada durante la crisis de 1982 hace que repercuta en mayor medida sobre la solvencia del país. Para hacernos una idea del aumento del stock de deuda total, baste decir que el ratio de deuda total pasa de representar el 56,3% del PIB en 1987 a suponer el 93% del PIB en 1989. En abril del 1988 Argentina suspendió el servicio de su deuda, que ascendía a 60 mil millones de dólares.

Como se observa en el gráfico 1.15 del apéndice gráfico, que refleja la evolución de la cuenta financiera, durante el bienio 1989 -1990 la situación insostenible de la economía provoca ingentes salidas de capitales del país.

En referencia a la balanza comercial de Argentina hay que contar con una serie de particularidades. En primer lugar el reducido papel que desempeñan la importación y exportación en relación con el volumen total de producto de la economía. En 1989 el ingreso por exportaciones y el gasto en importaciones se sitúan en 15,4% y 8,7% del PIB, respectivamente. Pero las cifras de 1989 no deben dar lugar a engaño puesto que suponen un boom exportador a consecuencia de la extraordinaria depreciación del austral, al mismo tiempo que un descenso en el gasto de importaciones. Téngase en cuenta que en 1988 el nivel de exportaciones apenas representa el 9% del PIB como se puede observar en el gráfico 1.16 del apéndice gráfico.

¹² Krugman y Obstfeld (1994) citan el caso argentino como representativo del mencionado "Efecto Fischer" hasta 1989, año en el que como ya hemos comentado los tipos de interés nominales se rezagan respecto a la creciente inflación. Véase gráfico 1.14 del apéndice gráfico.

¹³ Hay que tener en cuenta en que la media de inflación anual en el período 1982-1997 era del 375% y en 1988 se situaba en el 387,7%.

1.2.2.5 Política cambiaria

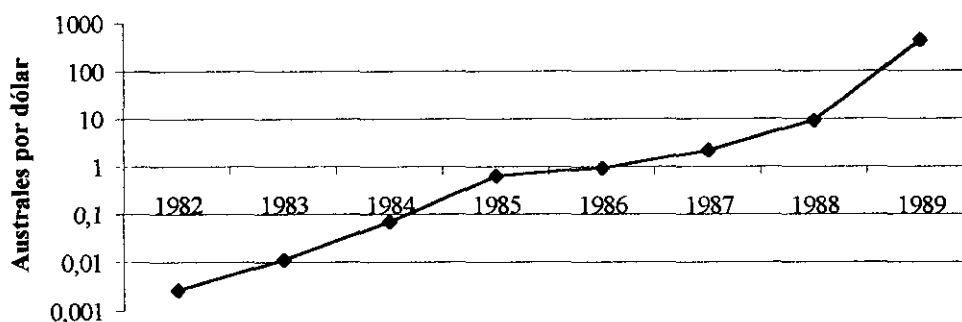
En octubre de 1987 se crea un sistema de dos áreas cambiarias¹⁴ (two tier system).

Dentro del paquete de medidas que integran el plan de estabilización que pone en marcha el nuevo gobierno de Ménem, una de las que se perfilan como más importantes, la devaluación del austral, acabará por perder su efectividad. El gobierno se comprometió a retrasar la devaluación del austral hasta marzo de 1990 y acabará por incumplir el mismo ante la insostenible situación; el gap entre el tipo de cambio oficial y el libre se situó al menos en el 100%. El aumento drástico de los tipos de interés no tiene el efecto esperado y finalmente la devaluación se hace inevitable.

Tras una serie de crisis de tipo de cambio durante 1989 el gobierno optó por permitir la libre flotación de la moneda en diciembre de ese mismo año.

A continuación se muestra la evolución del tipo de cambio del austral (1985) y su progresivo deterioro.

Gráfico 1.1
Argentina
Tipo de cambio Austral/dólar
(escala logarítmica)



Fuente: The Economist¹⁵.

¹⁴ El gobierno estableció un tipo de cambio para transacciones financieras y otro para transacciones comerciales. A causa de las elevadas tasas de inflación sufridas por Argentina, la moneda del país fue cambiada sucesivas veces desde 1970. En enero del mencionado año el "nuevo peso" pasó a sustituir al "viejo peso" al cambio de uno nuevo por 100 viejos. A mediados de 1983 se produce un nuevo cambio, el "nuevo peso" fue cambiado por el "peso argentino", esta vez al cambio de 10.000 a uno. El 15 de junio de 1985 el "austral" pasó a sustituir al "peso argentino" al cambio de un austral por 10.000 pesos argentinos. En cuanto al tipo de cambio, el austral se vinculaba al dólar al cambio $0.8 = 1\$$ pero este cambio se mostró insostenible.

¹⁵ El motivo de tomar los datos de "The Economist" es que los tipos de cambio de las distintas monedas frente al dólar que adopta Argentina quedan reflejados de forma única mediante una conversión al austral.

1.2.2.6 Cuentas del sector público

El gobierno de Alfonsín no logró reducir el elevado gasto público y Ménem en 1989 tuvo que hacer frente a una economía que venía mostrando durante los años anteriores elevados niveles de déficit público¹⁶. En concreto el déficit público dicho año arrojó un saldo negativo correspondiente al 3,2% del PIB y el año anterior llegó a alcanzar la cifra del 6,2%. En un intento por elevar los ingresos de las arcas públicas y reducir el gasto del gobierno en el plan de estabilización de 1989 se contemplaron la reforma fiscal, la privatización de empresas estatales, la eliminación de subvenciones y otras medidas de carácter similar.

El gráfico 1.17 del apéndice gráfico muestra el lastre que supusieron los déficits en los años anteriores a 1989 y cómo no se consiguió reducir el déficit a menos del 3% del PIB hasta 1991.

1.2.3 Comentario final

Como se puede observar en este acercamiento básico a la situación de la economía Chilena y Argentina, la situación y características de ambas economías es plenamente opuesta.

Mientras que Chile muestra una situación macroeconómica excepcional, sobretodo si la comparamos con el entorno de las economías latinoamericanas, Argentina es un país de grandes contradicciones que muestra grandes logros en determinados aspectos (lucha contra la inflación) y grandes desequilibrios en otros.

El año 1989 representa situaciones dispares en las economías objeto de estudio y a primera vista aparecen al respecto diversos puntos a destacar.

Diferencias fundamentales:

- En 1989 Argentina y Chile se encontraban situados en momentos distintos del ciclo económico¹⁷. Mientras que Chile se encontraba en el punto álgido de un prolongado ciclo expansivo (recordemos que ese año la economía creció en torno al 10%), Argentina por el contrario se encontraba sumida en una profunda crisis, su producto ese año cayó el 7% y sufrió una hiperinflación cercana al 5.000%.

¹⁶ Es importante destacar que las cuentas del sector público durante los ochenta se encontraban "en equilibrio" a través de la acumulación de impagos. El resultado fue la generación de un clima de incertidumbre general en el que las obligaciones de pago que contraía el gobierno perdían toda credibilidad.

¹⁷ En el caso de Chile parece acertado hablar de ciclos del producto como parece desprenderse de la evolución de éste (gráfico 1.1 del apéndice gráfico) aunque no parece tan apropiado para el caso de Argentina (gráfico 1.11 del apéndice gráfico).

- Ni la envergadura ni la graduación en la implementación de las políticas a poner en marcha pueden ser similares. Ciertamente el caso argentino necesitaba de una actuación drástica e inmediata que consiga por otro lado un golpe de efecto sobre los mercados internacionales. Las políticas económicas chilenas se enmarcaban más en el largo plazo y la evolución progresiva de los distintos agregados macroeconómicos, como muestran las políticas de reducción de la inflación y la apertura selectiva a la economía internacional que este país viene practicando a lo largo de esta década.
- Parece fundamental igualmente destacar la fuerte dependencia de factores no netamente económicos, que tuvieron especial importancia en el caso de Argentina. La descomposición social que vivió este país en a finales de los ochenta hace que a la hora de diseñar las políticas económicas las consideraciones sociales tuviesen un mayor peso específico que en Chile.
- Algunos de los rasgos de fundamentales de dichas economías en relación con su tratamiento en la economía mundial también han diferido sustancialmente. La apertura al exterior de la economía Chilena, en su vertiente comercial, fue y sigue siendo, más pronunciada que para Argentina. En 1989 en Chile las importaciones representaban el 30% del PIB y las exportaciones el 34% del PIB mientras en Argentina las mismas magnitudes representaban el 8% y el 15% del PIB, respectivamente. En el gráfico 1.18 del apéndice gráfico se puede apreciar la evolución del sector exterior.
- Por otro lado la diversificación del sector exportador ha sido tradicionalmente mayor en Argentina que en Chile. Mientras que en Argentina los diez principales productos exportados representan el 48,6% del valor de las exportaciones, en Chile representa el 67,5%¹⁸.
- El margen de maniobra por parte de las autoridades económicas. Nos referimos en este sentido fundamentalmente a la utilización de la política económica, que en el caso de Argentina desaparece a partir de 1991 con el *Plan de Convertibilidad* que, como ya comentamos, liga la moneda argentina al dólar en paridad uno a uno.

¹⁸ Si bien es verdad que en 1994 el cobre y derivados representan alrededor del 37% del valor de las exportaciones en estos últimos años se ha logrado reducir de forma drástica la tremenda dependencia del metal; baste decir que en 1990 la cifra representaba algo más del 46% de las exportaciones y que en el año 1970 era aproximadamente del 80%. Fuente: CEPAL.

1.3 Medidas de política económica

Tanto en el caso de Argentina como en el de Chile la política económica durante el período de estudio parecía ir encaminada a un objetivo determinado. En el caso de Argentina la toma de decisiones por parte de las autoridades económicas pasó por dos fases diferenciadas; en la primera, que abarca el trienio 1989-1991, la política económica se encaminó hacia el control de la hiperinflación, mientras que la segunda cuyo inicio queda marcado con la segunda ola de medidas de reformas estructurales del gobierno la política económica en Argentina se construyó ya sobre la base de la contención de precios.

En cuanto a Chile, el conjunto de políticas económicas el período de estudio, parece responder a una estrategia económica fundamentada en la diversificación de las exportaciones y no tuvieron un carácter tan drástico como las tomadas en Argentina. De esta forma una política monetaria activa, el manejo del tipo de cambio, los controles de capitales exteriores y la realización de una supervisión prudente sobre la actividad del sistema financiero parecen incidir sobre un punto común; el crecimiento económico a largo plazo.

1.3.1 Chile

1.3.1.1 Introducción

Durante el año 1989 el fuerte crecimiento de la economía chilena, próximo al 10% del PIB, provocó tensiones inflacionistas sobre los precios internos, con lo que los precios aquel año aumentaron un 21,4% a pesar de los elevados tipos de interés. La baja tasa de desempleo, cercana al 7% de la población activa¹⁹, se situó entre las más bajas del área latinoamericana. El sector exterior, fundamentalmente las exportaciones, también mostraron un gran dinamismo durante el citado año. Las cuentas del sector público generaron superávit ya que los ingresos superaron a los gastos en un 1,4% del PIB. El tipo de cambio se encontró situado durante la mayor parte del año en la parte superior de la *banda de flotación* y en aquel año todavía no habrían de presentarse fuertes presiones sobre el mismo. La nota negativa vino representada por el ya citado comportamiento de los precios y por el excesivo consumo interno.

El cuadro 1.1 muestra los principales indicadores de la economía chilena durante 1989:

¹⁹ En concreto según el Banco Central del Chile es de 6,9%, si bien contrasta con las estimaciones del FMI que la sitúan en el 5,3%.

Cuadro 1.1**Chile**

Datos generales
(en porcentaje)

	1989
Variación del PIB	9,9
Inflación	21,4
Desempleo (% población activa)	5,3
Déficit cuenta corriente (% PIB)	1,8
Superávit sector público (% PIB)	1,4
Deuda exterior (% PIB)	68,8
Exportaciones (% PIB)	33,9
Importaciones (% PIB)	30,3
Tipo de interés real	
Pasivas	7,6
Activas	11,9

Fuente²⁰: FMI, BM y CEPAL.

La actuación de los gestores de la política económica durante 1989 se centró en dos frentes fundamentalmente: la devaluación real del peso, a través de la ampliación de la *banda de fluctuación* y, por otro lado, en la contracción progresiva del crédito interno a través de la elevación de los tipos de interés de los *PRBCs a 90 días*.

1.3.1.2 Política cambiaria

La primera medida se refiere al ensanchamiento, de un 3% a un 5%, de la *banda de flotación* a mediados de año y que supuso, según estimaciones del Banco Central de Chile, una devaluación en ese mismo año de aproximadamente un 7,3%. Según el mismo banco central, la razón de dicha flexibilización del compromiso cambiario respondía a la necesidad de asignar un mayor papel al tipo de cambio en la determinación del tipo de cambio de mercado²¹, es decir, que el ensanchamiento de la banda dotó de un mayor margen al *tipo de cambio observado* y por lo tanto las *intervenciones intramarginales* del banco central se hicieron, si cabe, menos probables a priori como consecuencia de permitir un mayor margen de fluctuación²².

²⁰ FMI (cuenta corriente, inflación, crecimiento, exportaciones e importaciones y desempleo), CEPAL (tasas de interés y cuentas del sector público) y BM (deuda exterior).

²¹ Memoria del Banco Central de Chile de 1989, pág. 15.

²² Algunos autores consideran que las alteraciones de la banda así como la modificación del tipo de cambio central se pudieron deber a la introducción de "ruido" para hacer menos previsible el tipo de cambio. Por mi parte mantengo la postura de que las intervenciones intramarginales así como la ampliación de la banda se han debido a la presión del tipo de cambio que tiende, desde que se producen las fuertes entradas de capitales, a producir tensiones en el piso de la banda. Como se

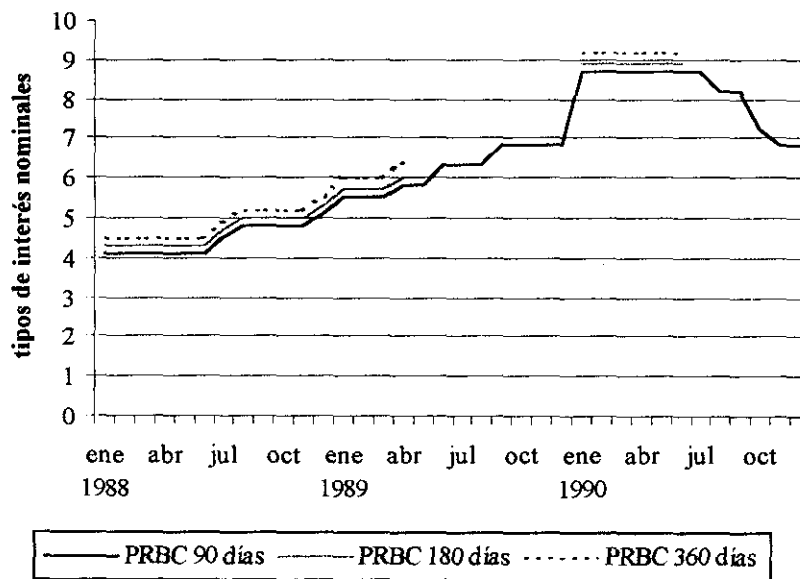
1.3.1.3 Política monetaria contracíclica

Un segundo frente de ataque vino representado por el progresivo aumento de los tipos de interés. Como se comentó anteriormente, la variable instrumental de política monetaria por parte de la autoridad monetaria viene representada por el manejo de las tasas de interés a corto plazo, en concreto la de los *PRBCs* a 90 días. Como se puede observar en el gráfico 1.2, el aumento de las tasas de dicho instrumento se produjo desde mediados de 1988, se hace de forma continua durante el año siguiente y, como veremos posteriormente, alcanzó su máximo nivel a principios de 1990²³.

Gráfico 1.2

Chile

Tasas de los instrumentos del banco central



Fuente; Banco Central de Chile.

Se puede apreciar cómo, a pesar de que el Banco Central afirme que el control de los tipos de interés se realiza a través de las tasas de los *PRBCs* a más corto plazo, en realidad también se elevarán los tipos del resto de instrumentos a plazos mayores, en concreto los *PRBCs* a 180 días y a un año, si bien es verdad que se

verá en la parte de este trabajo dedicada a los flujos de capitales, es precisamente este hecho, la apreciación real, uno de los efectos que suelen ocasionar las fuertes entradas de capitales en los países en vías de desarrollo. Véase nuevamente el gráfico 1.9 del apéndice gráfico.

²³ A partir de este momento descendieron hasta 1992 y en 1993 encontraron nuevamente la estabilidad. La evolución de las tasas de los instrumentos del Banco Central de Chile desde 1989 hasta 1994 se recoge en el gráfico 1.6 del apéndice gráfico.

suspenden las licitaciones en determinados momentos a conveniencia de la autoridad monetaria²⁴.

1.3.1.4 Los controles de capitales

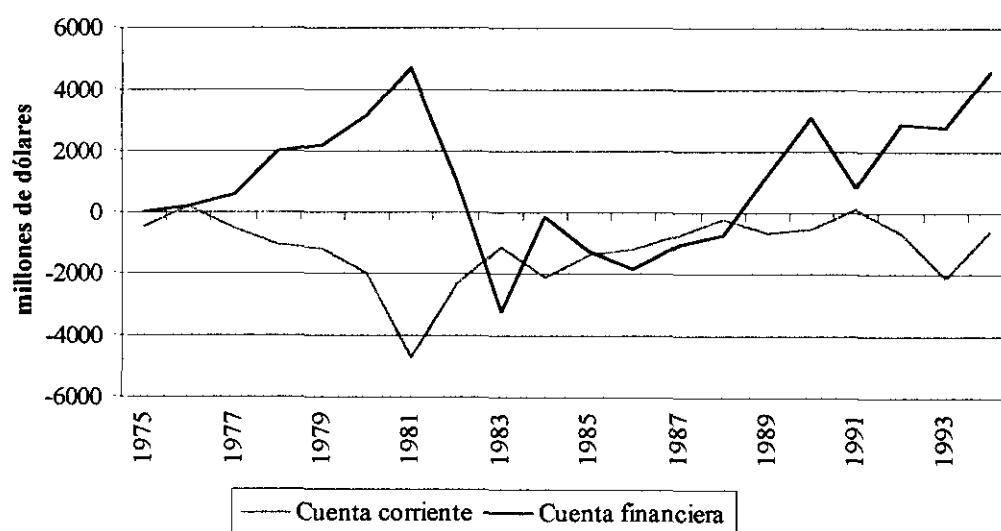
Chile en la segunda mitad de los setenta registró fuertes entradas de capitales que trajeron consigo altos niveles de déficit por cuenta corriente. Todo apunta a que dicha experiencia marcó el camino de las políticas económicas que se pusieron en marcha para enfrentar las nuevas entradas de capitales que se produjeron durante los noventa. En esta segunda ocasión, los gestores de la política económica trataron de aprovechar los efectos positivos que la entrada de ahorro exterior pudiera procurar a la economía nacional mientras que con la imposición de controles de capital y medidas de carácter análogo procuraron dejar de lado los efectos desequilibradores de dichos flujos.

En el gráfico 1.3 se puede apreciar claramente cómo la época de mayores entradas de capitales en Chile fue la segunda mitad de los setenta. Otra importante diferencia entre las entradas de capitales exteriores en los setenta y en los noventa radica en que mientras que durante el primero de los episodios el impacto sobre la cuenta corriente fue muy fuerte durante los noventa tuvo ha sido más moderado.

Gráfico 1.3

Chile

Entradas de capitales y cuenta corriente
(millones de dólares)



Fuente; Banco Central de Chile.

²⁴ Esta alude a motivos de exceso de concentración de pagos para recurrir a la suspensión de las licitaciones y justifica la elevación de tipos de interés con el fin de frenar el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios (Memoria del Banco Central de Chile de 1989, pág. 19).

Los controles que se emplearon en este nuevo período de entradas de capitales se basaron en la creencia de que los flujos financieros exteriores a largo plazo promoverían el crecimiento económico, complementando al insuficiente ahorro interno, mientras que los flujos de capitales a corto, considerados de carácter básicamente especulativo, sólo provocarían desajustes económicos. Y es que, por lo general, las fuertes entradas de capitales en economías en vías de desarrollo suelen ocasionar distorsiones en los precios internos, en el tipo de cambio, en el consumo y otro tipo de desajustes (que se tratarán en el capítulo dedicado a los flujos de capitales) que supuestamente se vinculan de forma más directa a los capitales a corto plazo²⁵. Las autoridades económicas chilenas actuaron en base a este criterio a fin de evitar los desequilibrios mencionados. Las medidas que se tomaron se resumen en dos líneas fundamentales; por un lado se pusieron en marcha los mencionados controles de capitales que discriminaban entre capital productivo (a largo plazo) y capital improductivo (a corto plazo) y, por otro lado, se procedió a la esterilización de los flujos de capitales exteriores para evitar que éstos pudiesen crear presiones de tipo cambiario.

El intento de desalentar los flujos especulativos derivaba de la creencia de que los flujos a largo plazo, por sí solos y en su justa medida no provocarían graves déficit por cuenta corriente. De la misma forma se pensaba que los flujos a largo plazo asegurarían el crecimiento económico y que éste se produciría de forma sostenible al no aumentar el endeudamiento con el exterior por lo que por otro lado no se ponía en peligro el compromiso cambiario frente al exterior. Esta política frente a los flujos exteriores pretendía que no se repitiesen las experiencias vividas en los años setenta, cuando el país incurrió en fuertes déficit por cuenta corriente como consecuencia de las fuertes entradas de capitales exteriores.

En Chile, el control institucional de los flujos de entradas de capitales se realizaba fundamentalmente mediante el llamado *Decreto ley 600 (DL 600)* y los capítulos XIV y XIX del Compendio de Normas de Cambio Internacionales (*CNCI*). El primero de éstos regulaba los aportes de capital y el segundo los de deuda. El control institucional se realizó también a través de un tercer instrumento: la Ley 18.657 del fondo de Inversiones de Capital Extranjero. A través de ésta se regulan los aportes de capital destinados a valores.

El control de los flujos de capitales a lo largo del tiempo se ha venido realizando a través de las modificaciones del mencionado *DL 600* y los capítulos XIV y XIX de la *CNCI*. En “Calendario Chileno” se ofrecen las sucesivas modificaciones que

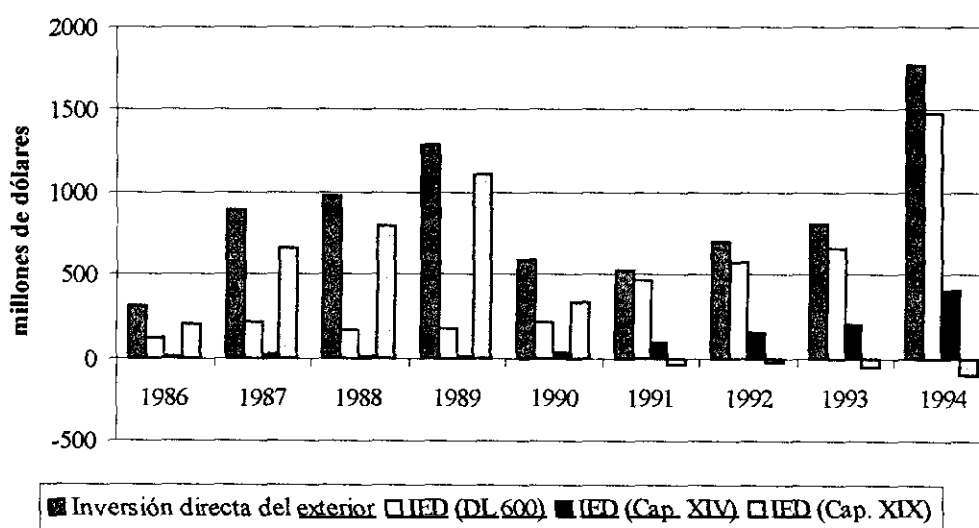
²⁵ Y digo “supuestamente” porque no todos los autores aprueban esta diferenciación entre “capital a largo”, positivo, y “capital a corto”, negativo. Por mi parte, he de decir que no sólo es difícil diferenciar entre capital a largo y capital a corto, sino que en numerosas ocasiones también es difusa la línea que separa la bondad o perjuicio de un determinado tipo de inversión, ya que potencialmente los efectos negativos que los capitales exteriores puedan ocasionar sobre una economía son esencialmente los mismos sea cual sea el propósito inicial de la inversión. Hay que huir por tanto del “encasillamiento” de los capitales exteriores; habrá que sopesar la creencia de que el de que el capital a largo plazo complementa el ahorro interno y de que el capital a corto es por definición especulativo.

sufrieron estas normativas sobre los flujos internacionales de capitales y en los gráficos 1.4 y 1.5 que figuran a continuación. En los citados gráficos se representa la evolución de los capitales controlados mediante dichas normativas (inversión en directa e inversión en cartera) entre 1986 y 1994. La presentación de un periodo de ocho años es para poder contrastar la diferencia entre el periodo de entradas de capitales y los años anteriores.

El paso de los ochenta a los noventa ha supuesto un importante cambio en lo que se refiere a la regulación de la inversión directa extranjera. Mientras que en los ochenta este tipo de inversión venía a ser regulado principalmente por el Capítulo XIX del *CNCI* en los noventa ha sido el *DL 600* el que pasó a regular la práctica totalidad de la inversión directa proveniente del exterior tal como se puede apreciar en el gráfico que figura a continuación.

Nótese igualmente que si bien en la importancia de los flujos de inversión extranjera regulada por el Capítulo XIV del *CNCI* han aumentado de forma creciente desde finales de los ochenta si bien dicho capítulo sigue desempeñando un papel mucho menor que el *DL 600*.

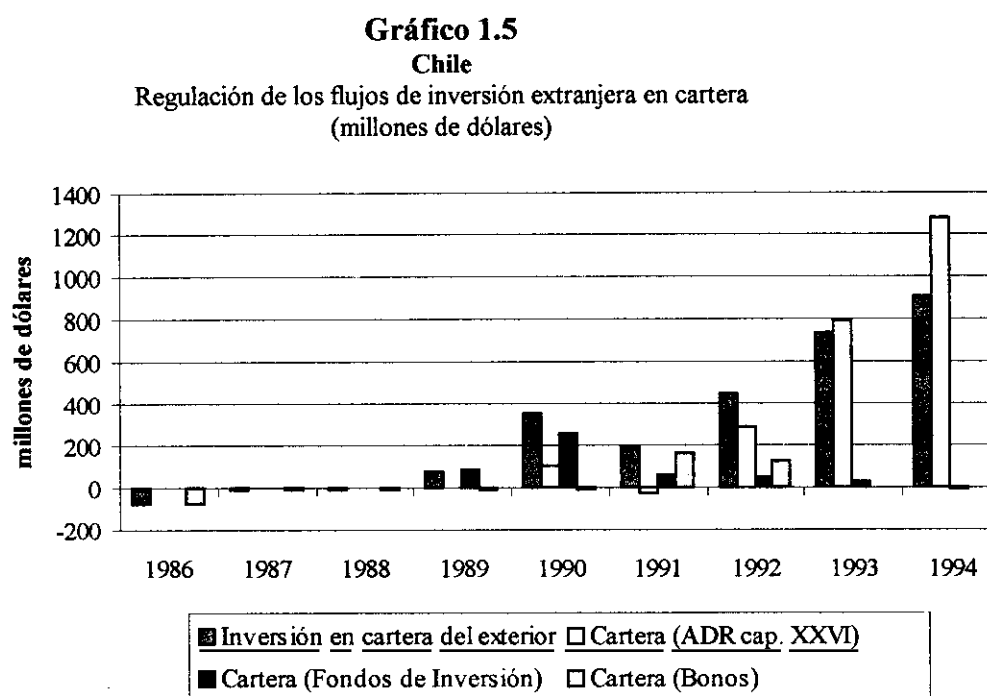
Gráfico 1.4
Chile
Regulación de los flujos de inversión extranjera directa
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Por otro lado la inversión en cartera proveniente del exterior vino regulada fundamentalmente por el *Capítulo XXVI* del *CNCI*. En el gráfico que figura a continuación se muestra claramente el gran aumento de los flujos de inversión en cartera que pasaron a ser regulados por el citado capítulo, mientras que el volumen de fondos regulados dedicados a la compra de *bonos* y a las actividades de los fondos de inversión ha jugado un papel secundario frente al *Capítulo XXVI*.

Otro aspecto destacable que igualmente se pone de manifiesto en el siguiente gráfico es la progresiva importancia de las emisiones de *ADRs* en Chile.



Fuente: Banco Central de Chile.

El *Decreto ley 600* era aplicable a las transferencias de capital extranjero a través de un contrato de inversión extranjera; en concreto la inversión puede consistir en moneda extranjera de libre convertibilidad, bienes físicos, tecnología, créditos asociados a un inversionista extranjero o la capitalización de utilidades con derecho a ser transferidas al exterior.

El *Capítulo XIV* del *CNCI* se encargaba de recoger las normas referentes a inversiones, aportes de capital y créditos procedentes del exterior. La tramitación de una inversión a través del éste capítulo ha sido más ágil que en el caso del *Decreto ley 600* sin embargo la existencia de la garantía de un contrato-ley lo hacen preferible frente *Capítulo XIV*, esto deriva en la pérdida progresiva de importancia de los *Capítulos XIV* y *XIX* frente al *DL 600*.

La inversión extranjera a través de la conversión en capital de títulos de deuda se ha venido realizando a través del *Capítulo XIX* del *CNCI*. El sistema del *Capítulo* consiste en la venta con un descuento de títulos de deuda externa chilena, para revenderla en Chile a su valor nominal con la obligación de invertir lo obtenido en un proyecto que ha de ser autorizado²⁶.

Por otro lado también se han llevado a cabo otro tipo de acciones para desincentivar la entrada de capitales que quedaban fuera de lo que son las regulaciones de controles de capitales. Se refieren en concreto a los desincentivos al arbitraje de tipos de interés mediante exigencias de encajes en el Banco Central no remunerados²⁷, o medidas de tipo de cambio que impedían la predicción del mismo, esto es lo que se ha venido conociendo como “introducir ruido” en el tipo de cambio.

Son muchos los autores que piensan que las medidas para desincentivar las entradas de capitales especulativos son válidas tan sólo a corto plazo, ya que finalmente encuentran la forma de escapar a los controles. Sin embargo y a pesar de que parece ser que dichas medidas jugaron un papel fundamental en Chile, también es verdad que durante los años de mayores entradas de capitales exteriores, incluso durante los años en que más se endurecieron estas medidas, buena parte de los flujos de capitales a corto plazo lograron escapar de estos controles; como parece derivarse del hecho de que la partida de errores y omisiones de la balanza de pagos es anormalmente dilatada los años en los que se endurecen los controles de capitales²⁸. Sin embargo, en líneas generales se puede asegurar que los controles de capitales en buena medida pudieron aislar a la cuenta corriente, al tipo de cambio y a los precios internos de las presiones de estas corrientes de capitales.

Las razones por las que las autoridades monetarias pueden imponer controles de capitales así como las consecuencias de los mismos para Grilli y Milesi-Ferretti (1995) pueden ser de muy diversos tipos, pero el caso de Chile parecen darse dos tipos de motivaciones fundamentales; por un lado la de limitar las entradas de capitales a corto plazo y en segundo lugar mantener algún tipo de impuesto interno, que en este caso sería el establecimiento de los requerimientos de encaje (reserve requirements). El establecimiento de controles de capitales, como bien señalan los mencionados autores, no se puede separar de la llamada “represión financiera²⁹”.

²⁶ La publicación “Países de ICE” ofrece una descripción detallada de los requisitos para invertir en Chile en función de las distintas posibilidades que ofrece la administración.

²⁷ En julio de 1991 se introduce un encaje del 20% sobre los créditos externos, y dicho porcentaje se elevó hasta el 30% en mayo de 1992. Dichos fondos sometidos a encaje, debían ser depositados en el Banco Central entre 90 y 365 días.

²⁸ Esto se verá en mayor detalle en el capítulo siguiente.

²⁹ La acuñación del término se debe a un esfuerzo realizado por distintos autores entre los que destacan McKinnon y Shaw por presentar de forma sistemática las características de los mercados financieros en los países en vías de desarrollo. La principal de estas características es la fuerte intervención de las autoridades en el sistema financiero y en concreto el desarrollo de prácticas que le permiten al gobierno obtener beneficios de algún tipo. La más conocida de estas prácticas es el llamado “impuesto inflacionario”, también conocido como “señoraje” ya que propia emisión de billetes para financiar los déficits fiscales implica el aumento de la inflación y supone el para el gobierno un aumento de recursos como lo es el establecimiento de un impuesto. Agénor y Montiel (1996) ofrecen un estudio detallado de las consecuencias de la represión financiera sobre la economía.

1.3.2 Argentina

1.3.2.1 Introducción

El panorama que encuentra el nuevo presidente, Carlos Saúl Menem, en julio de 1989 no es muy alentador... Argentina se encontraba sumida en la hiperinflación, el producto no dejó de caer mientras los tipos de interés, a pesar de ser extraordinariamente elevados, mostraban tasas reales negativas, lo que supuso el colapso del sistema financiero argentino.

A comienzos del 1989 existía una situación fiscal sumamente deteriorada, el gobierno se veía incapacitado para detener el creciente gasto público que empeoraba día a día debido a las elevadas tasas de interés y el desfavorable escalonamiento en el vencimiento de la deuda. En concreto dicho año el déficit del sector público alcanzó el 3,2% del PIB y mejoró respecto al 6,2% del año anterior. También ya desde principios de año los niveles de reservas exteriores se encontraban en mínimos y la reacción natural fue la sustitución de la moneda nacional al dólar; este fenómeno ha venido en denominarse "dolarización". La deuda externa se acercó a representar el valor del producto total de la economía durante dicho año y la escasa apertura exterior situó esta deuda por encima del 500% del valor de las exportaciones. El único indicador que aparentemente conservaba un nivel aceptable es la tasa de desempleo.

El tipo de cambio del austral aumentó incesantemente y en 1989 supera los 400 dólares por austral cuando el año anterior el tipo de cambio se aproximaba a 9 dólares. La moneda erosionaba continuamente su valor y limitaba tremendamente la compra de bienes y servicios exteriores, que se situaba tan sólo en el 6% del PIB. Por otro lado la continuada devaluación de la moneda nacional fomentaba las exportaciones, que prácticamente se llegaron a duplicarse respecto al año anterior, y desincentivaba las importaciones. Al mismo tiempo las ingentes salidas de capitales del país no hicieron sino empeorar la ya precaria situación.

A modo de recordatorio, veamos a grandes rasgos los principales indicadores de la economía Argentina en 1989 y 1990:

Cuadro 1.2
Argentina
 Datos generales
 (en porcentajes)

	1989	1990
Variación del PIB	- 7,0	-1,3
Inflación	4923,8	1343,3
Desempleo (% población activa)	7,3	9,2
Déficit Público (% PIB)	3,2	3,8
Deuda exterior (% PIB)	92,9	46,0
Exportaciones (% PIB)	15,4	10,5
Importaciones (% PIB)	8,7	4,8
Tipo de cambio ³⁰ (australes por dólar)	1795	5585
Salidas de capital (% PIB) ³¹	- 10,085	- 3.63
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	- 1,7	3,2

Fuentes³²: FMI, BM y CEPAL.

1.3.2.2 Los primeros pasos del nuevo gobierno

Si bien hubo intentos de transformación económica bajo el anterior gobierno, el verdadero impulso vino de la mano de Ménem con un conjunto de medidas de estabilización y reformas estructurales que se caracterizaron en un primer momento por su radicalismo. De hecho, el nuevo presidente dio un golpe de efecto al cambiar el programa populista, con el que había ganado las elecciones, y pasarse a un programa de corte neoliberal.

El nuevo gobierno se apresuró en poner en marcha un paquete de medidas contra la crisis, que fueron bien recibidas dentro y fuera de las fronteras del país, tranquilizando a los mercados. Y es que el nuevo gobierno se enfrentaba a una doble tarea; la normalización de la economía a través de la estabilización macroeconómica por un lado y a solucionar un grave problema de credibilidad por el otro. El mencionado paquete de medidas abarcaba todo el ámbito de la vida económica de Argentina e incluía una maxidevaluación, fuertes aumentos de los tipos de interés, cortes drásticos en el gasto público, a la vez que procedía al aumento de los ingresos de las arcas del Estado mediante privatizaciones a gran escala de compañías estatales, medidas destinadas a aumentar la inversión extranjera y otras encaminadas desarmar la elevada protección comercial.

³⁰ Tipo de cambio a final del período. Fuente: FMI.

³¹ Como porcentaje del saldo de la cuenta financiera respecto al PIB. Fuente: FMI.

³² FMI (crecimiento, cuenta corriente, tipo de cambio y exportaciones e importaciones), Banco Mundial (deuda exterior) y CEPAL (inflación y déficit público).

Hacia mediados de 1989 se recuperaba la tranquilidad en los mercados y en octubre los datos de inflación fueron más moderados, volviendo a mostrar cifras de un dígito.

Se pueden diferenciar por tanto aquellas medidas que fueron encaminadas a la estabilización macroeconómica de aquellas otras que se dirigieron a la reforma estructural que tanto necesitaba Argentina. Esto no quiere decir ni mucho menos, que los procesos de aplicación de las mismas se diferencien en el plano temporal sino todo lo contrario. De hecho parece ser que uno de los grandes éxitos de la política de Ménem fue el poder unir estos dos tipos de medidas en un mismo paquete, dejando de lado el rechazo social. Como señalan Gerchunoff y Torre(1996), el anuncio de reformas estructurales suele contar de antemano con la antipatía social³³. Sin embargo no todos los autores comparten esta opinión y en concreto Calcagno (1997) es de la opinión de que lo que comenzó siendo una política de estabilización con el tiempo se fue truncando en una política estructural, es decir, a medida que el *Plan de Convertibilidad* lograba sus éxitos el gobierno se fue sintiendo atraído por mantener dicho sistema cambiario para generar un “crecimiento sostenido”, en palabras del propio ministro de economía Domingo Cavallo en 1996³⁴. En todo caso, a efectos de estudio resulta más clarificador el realizar la distinción entre ambos tipos de políticas.

1.3.2.2.1 La política de cambio estructural

La desarticulación de lo que se ha venido en llamar el “capitalismo asistido³⁵” imperante en Argentina y la fijación del marco normativo que sienta los pilares de los procesos de privatización definitivamente comienzan a tomar cuerpo con la aprobación por parte del Congreso de dos importantes leyes: la Ley de Emergencia Económica y la Ley de Reforma del Estado.

En realidad los esfuerzos por poner en marcha una política de reforma estructural se detectan en dos períodos claramente diferentes. El primero de los períodos se pone en marcha con la llegada del nuevo gobierno y abarca los años 1989 y 1990

³³ Esto es así ya que los gestores de la política económica tienen que hacer frente a la resistencia de aquellos agentes a los que van a perjudicar, antes de que estas políticas se pongan en marcha, mientras que no cuenta con el apoyo de los sectores a los que hipotéticamente van a beneficiar.

³⁴ Según el mismo autor, la opinión de las autoridades económicas y políticas no fue del todo clara respecto a la duración del régimen de convertibilidad. Así mientras que las primeras declaraciones del ministro de economía señalaban un horizonte de varios años, las del presidente de la República apuntaban hacia el mantenimiento del régimen durante muchos decenios.

³⁵ Este término quiere hacer referencia al hecho de que el régimen de mercado se sostiene de forma artificial mediante la intervención del Estado con lo que se desvirtúa la ley de la libre competencia que sustenta la economía de mercado. Este es el caso de los regímenes de promoción industrial, regional y de exportaciones que se dan en Argentina, que no hacen sino proteger la producción interior en detrimento de la exterior falseando la competencia y subvencionando el producto nacional.

y la segunda fase tiene comienzo en 1991 y está claramente marcada por el *Plan de Convertibilidad*.

1.3.2.2.2 La primera ola de reformas estructurales

La primera ola de reformas estructurales se lleva a cabo en el bienio 1989-1990 y se caracteriza por el fracaso en su desempeño debido a la imposibilidad del nuevo gobierno de llevar a buen puerto la política de estabilización.

La citada política estructural se articula en torno a tres ejes fundamentales: la política de privatizaciones, la liberalización comercial y la reforma tributaria.

Las primeras privatizaciones

La política de privatizaciones en su primera fase se caracterizó por la rapidez del proceso; valga decir que hacia octubre de 1990 las empresas seleccionadas para el proceso habían sido prácticamente transferidas al sector privado. En esta primera etapa se eligen como objetivo los grandes monopolios públicos (teléfonos y aerolíneas³⁶) y parece evidente que tal proceso se realizó fundamentalmente para lanzar un compromiso que dejase claro el cambio radical en el papel del estado. Dicho necesidad de compromiso estuvo aunada con la necesidad perentoria de fondos estatales.

El proceso de privatizaciones se realizó sin tener en cuenta criterios de racionalización o gradualismo. En primer lugar, el estado no conservó porción alguna en las citadas empresas, tampoco realiza el proceso de forma gradual, ni saneamiento previo de las empresas, y ni tan siquiera existe un procedimiento de licitación transparente y abierto a la competencia.

Según Gerchunoff y Torre el proceso de privatizaciones acabó desembocando en que los criterios que regían las empresas seleccionadas se alejaban de la competencia de la misma forma que ocurría en el marco de monopolio en el que operaban con anterioridad a las privatizaciones.

Los primeros pasos hacia la liberalización comercial

El nuevo gobierno hizo conocer pronto su intención de liberalizar el sector comercial basándose en la reducción del arancel máximo al 20% así como la eliminación de las prácticas proteccionistas de carácter no arancelario (cupos, licencias, restricciones a la importación, etc.)³⁷.

³⁶ En concreto se ponen a la venta el 60% de la compañía telefónica y el 85% de la compañía aérea nacionales.

³⁷ Los instrumentos de protección no arancelarios son muy diversos y pueden llegar a ser más importantes que el propio nivel medio de arancel (es claro el caso de Japón, que con un arancel

El reto es importante, ya que si bien en la década de los ochenta se produjo una caída en la protección mediante la reducción de cuotas, subsidios y otros instrumentos de protección, también es verdad que todavía el grado de protección sigue propiciando que producción nacional a no salir a los mercados exteriores. Esto es así porque los productores obtenían mayores beneficios en un mercado nacional con precios substancialmente más elevados que en los mercados internacionales debido a la propia protección.

La apertura comercial, lejos de ser gradual, se encontraba prácticamente completada a finales de 1990 en lo que atañe a las restricciones cuantitativas a las importaciones, denominadas “cuotas”. En lo referente al desarme arancelario el proceso fue si cabe más drástico, como se puede observar en el siguiente cuadro:

Cuadro 1.3
Argentina
Proceso de apertura comercial

	Oct 89	Dic 89	Ene 90	Feb/Mar 90	Abr 90	May 90	Jun/Jul 90	Ago 90	Oct 90
arancel medio (%)	22,3	17,4	14,8	13,9	14,6	17,0	17,0	17,0	17,3
arancel medio ponderado (%)			3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
arancel máximo (%)	40,0	30,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
arancel mínimo (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,0	5,0	5,0	5,0
arancel más frecuente	37	30	24	24	24	24	24	24	24
	número de tramos con:								
arancel máximo	11	2311	3139	3020	3110	3110	3113	3114	3821
arancel mínimo	777	783	783	1419	783	795	795	799	926
arancel ad valorem (total)	10331	10247	10247	10247	10247	10255	10257	10267	11123

Fuente: FIEL (Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas).

En base a datos de la CEPAL³⁸, en 1989 el arancel promedio era del 39% y el arancel máximo del 65%. En octubre de dicho año el arancel medio se situaba en

medio reducido es un país altamente proteccionista). Como explica Oyarzun (1993) los instrumentos de “neoproteccionismo” pueden dividirse en dos grandes grupos: según la estrategia protectora o técnica por la que opten los estados o sectores. Dentro de la primera clasificación incluiríamos los apoyos directos a un sector (subsidios directos, precios de garantía), la protección frente al exterior (aranceles, cuotas, exacciones variables a la importación) y el fomento a la exportación y eliminación de excedentes (subvenciones a la exportación). La estrategia técnica consistiría en la utilización por parte de empresas o industrias de mecanismos legales que ofrecen un marco de protección, amparándose generalmente en la existencia de competencia desleal, como es el caso de los derechos antidumping y los derechos compensatorios.

³⁸ CEPAL: Estudio Económico de América Latina y el Caribe años 1995-1996.

el 27% y un año más tarde en el 17%. En marzo del 1991 se introdujo una estructura escalonada, con distintos aranceles según el tipo de producto, así por ejemplo las materias primas entraban en el país sin arancel, los insumos tenían un arancel del 11% y las manufacturas finales un 22%, el resultado fue arancel promedio del 10% para ese año³⁹.

Este proceso de liberalización, lejos de ser gradual, contó con elementos de distorsión derivados de la indecisión de las autoridades económicas ante la disyuntiva de la doble vía de estabilización económica, ya que si bien el desarme arancelario en términos generales consigue un efecto disciplinador sobre los precios internos igualmente priva de la recaudación del gravamen⁴⁰. Así, entre octubre de 1989 y marzo de 1991 los aranceles máximos y mínimos fueron modificados en once ocasiones. Por otro lado, la acelerada liberalización y la falta de políticas complementarias tuvieron como consecuencia un elevado número de quiebras empresariales⁴¹.

Las medidas de carácter tributario

Desde el momento en que Ménem asume el poder se consideró una cuestión apremiante el incremento de la recaudación fiscal. Sin embargo en esta primera etapa de reformas el nuevo gobierno se limitó a utilizar los mismos instrumentos de los que se había valido el gobierno anterior. De esta forma las medidas que se tomaron en el ámbito tributario consistieron en incrementar el gravamen sobre los débitos bancarios y la transferencia de divisas, y mantener las retenciones a las exportaciones de productos agropecuarios. Estas medidas de carácter de emergencia, con eficacia y vida limitadas al menos permitieron dar tiempo a la nueva administración para diseñar un proyecto más amplio de reforma tributaria.

³⁹ Téngase en cuenta que, por ejemplo, el arancel medio de Argentina en 1995 se situaba en el 13,4%.

⁴⁰ Muestra clara del irregular proceso de liberalización comercial es el cuadro 1.1 del apéndice del presente capítulo. Se pueden observar grandes irregularidades en el proceso de apertura comercial, como se deriva del hecho de que ninguna de las variables representadas se comportó de forma medianamente tendencial y que se produjeron frecuentes retrocesos en los breves procesos de desarme arancelario.

⁴¹ Una de las razones fundamentales que aluden Artana y Navajas en su trabajo, y que considero fundamental en el proceso de apertura comercial de Argentina, es la desventajosa situación a la que se enfrentaron los productores internos, que hubieron de enfrentar la apertura comercial con un proceso de apreciación real a consecuencia de las grandes afluencias de capitales exteriores. La apreciación real incrementaba progresivamente el precio relativo de la producción nacional frente a la exterior, una producción que estaba tremendamente protegida frente a la competencia exterior, por lo que el esfuerzo del sector exportador era doble; por un lado había que compensar un tipo de cambio crecientemente desfavorable y por otro lado se enfrentaban a mayores costes ya que se desarticulaban las subvenciones que recibían por parte del Estado.

1.3.2.2.3. Medidas de estabilización económica

El objetivo prioritario en materia de estabilización consistió, como es evidente, en reducir la hiperinflación y para ello se pusieron en marcha rápidamente una serie de medidas⁴². Se establecieron unos impuestos de emergencia que pretendían paliar la desastrosa marcha de las cuentas públicas, a lo que acompañaron cortes drásticos del gasto. No se hizo esperar la revisión del tipo de cambio y se recurrió también a las políticas de pacto social a través de la negociación de políticas de ingresos con los empresarios.

Sin embargo el plan de estabilización del gobierno comenzó a hacer aguas a finales de año. Una nueva ola especulativa se desató y Argentina volvía a caer en la hiperinflación⁴³.

La puesta en marcha de nuevas medidas no se hizo esperar y se recurrió nuevamente a los impuestos de emergencia. Por otro lado se suspendieron definitivamente los pagos del gobierno a los proveedores del Estado en un intento de reducir los ya recortados gastos públicos. El país se encontraba en una situación límite y el gobierno llevó a cabo la sustitución de los depósitos a plazo fijo en los bancos por *bonos* públicos a largo plazo denominados en dólares. Este plan, que vino a conocerse como *Plan Bonex*⁴⁴, supuso un importante drenaje de liquidez del sistema que inmediatamente, ese mismo mes, consiguió reducir la inflación. El tipo de cambio se encontró flotando libremente, los gastos públicos se limitaron a la cuantía de los ingresos fiscales, se eliminaron las restricciones de movimientos de capital y se otorgó el mismo tratamiento a los capitales nacionales y a los extranjeros al tiempo que se facilitó la remisión de utilidades al exterior en un intento desesperado de recuperar la confianza de los mercados internacionales.

Estas políticas aunque lograron reducir la inflación, se mostraron ineficaces para hacerlo sustancialmente y sin embargo acarrearón un alto coste para la economía que acaba entrando en recesión. Los tipos de interés se acabaron situando en altísimos niveles en virtud de la fuerte contracción monetaria y el tipo de cambio, fuertemente sobrevaluado hacía predecir otro episodio especulativo. A la postre

⁴² Parece de aceptación general entre los distintos autores la idea de la subordinación de las que hemos llamado políticas estructurales a las políticas de estabilización, como consecuencia del carácter absolutamente prioritario que tiene la contención de la inflación para el nuevo gobierno.

⁴³ El nuevo episodio hiperinflacionario abarcó concretamente desde diciembre de 1989 a marzo de 1990.

⁴⁴ Recibe el nombre de los bonos canjeados, Bonos Exteriores 89 (Bonex 89). En concreto se realiza a través de la sanción del decreto 36/90, que establecía que las entidades financieras debían honrar a sus titulares sus obligaciones en moneda nacional –plazo fijo, ajustables o no, caja de ahorros especiales, captaciones, pases pasivos y ganancias de préstamos – vigentes al 28 de diciembre de 1989, por el valor del capital, intereses y ajustes, mediante la entrega de los Bonex 89. Se admitía la restitución del efectivo en casos de pago de sueldos, cargas sociales y otro tipo de obligaciones de carácter provisional. Calcagno (1996).

nos encontramos con el tercer episodio inflacionario, si bien de carácter menos intenso que los anteriores, que se produce desde el año 1989⁴⁵.

El Plan de Convertibilidad

El *Plan de Convertibilidad* se puso en marcha en abril de 1991 y respondía a un intento radical y tremendamente ambicioso de acabar con una situación más que insostenible. A pesar de que aparentemente pudiera parecer que es una idea que se venía fraguando con antelación, como podría suponerse de la política de acumulación de reservas durante 1990, tal y como puede verse en el gráfico 1.19 del apéndice gráfico, esto no hay que interpretarlo como que el *Plan de Convertibilidad* forme parte de un programa puesto en marcha con anterioridad.

El principal objetivo del *Plan de Convertibilidad* consistía desde un primer momento en la lucha contra la inflación. Sin embargo, este plan iba mucho más allá y no puede ser clasificado únicamente como una medida estabilizadora, de las que anteriormente hemos hablado, si no que sus objetivos abarcaban también la esfera de las políticas estructurales, al intentar igualmente el establecimiento de un sistema cambiario y monetario perdurable en el tiempo⁴⁶.

Básicamente, el *Plan de Convertibilidad* supuso un intento de recobrar la credibilidad de que gozaba el nuevo gobierno hasta los nuevos rebotes inflacionarios. Implicaba la credibilidad desde el momento en que el compromiso del *Plan de Convertibilidad* impuso una absoluta disciplina fiscal y monetaria, es decir, se impidió la monetización de los déficits fiscales y por otro lado la autoridad monetaria perdía el control de los agregados monetarios al convertirse éstos, como pasará a explicar inmediatamente, en una variable exógena.

Otro de los efectos que de esta medida se deriva es la imposibilidad de que el gobierno continúe creando dinero de forma discrecional, limitando de esta forma la capacidad de erosionar el valor del dinero a través del “señoraje” y más concretamente a través de la inflación, lo que se conoce con el nombre de “tax inflation” o impuesto inflacionario.

El señoraje se define como la potestad del gobierno de crear dinero. La desaparición del mismo como consecuencia del establecimiento del *Plan de Convertibilidad* no implica que el gobierno pierda la capacidad de crear dinero sino que la creación del mismo dependerá de la cantidad de dólares que entren en el sistema en forma de reservas en el banco central.

⁴⁵ Como ya se menciona en la introducción del presente capítulo tan sólo se pretende ofrecer una visión general de estas medidas.

⁴⁶ Como muy acertadamente señalan Gerchunoff y Torre (1996) en el marco de las políticas estructurales habría que equipararla a la apertura comercial, a la desregulación de la economía o a la política de privatizaciones.

La parte de erosión del dinero que corresponde a la inflación es el componente monetario o “currency component” del señoriaje, y este componente sería el que, como hemos dicho, perdería discrecionalidad en su aplicación. En teoría los gestores de la política económica, aunque encontrasen atractivo “recaudar impuestos” a través de la generación de inflación se verían incapacitados a generar más dinero para crearla.

El otro componente del señoriaje es el componente de reservas o “reserve component” y se refiere a la política de reservas que obliga a tener a los bancos en el banco central. Estos coeficientes, denominado “coeficiente de caja” en España y “reserve requirements” en terminología anglosajona, suele ser mucho mayor en los PVD que en los países industriales. Este tipo de políticas a priori no se verían afectadas por la instauración del nuevo sistema cambiario por lo que no se verían a priori modificadas⁴⁷.

En el gráfico que aparece a continuación aparece la evolución del componente monetario del señoriaje en Argentina⁴⁸.

Cuadro 1.4
Argentina
Indice de señoriaje monetario⁴⁹

1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
4,00	3,97	3,89	5,61	3,28	2,89	3,39	3,91	3,99

Fuente: elaboración propia a partir de datos del FMI.

El nuevo régimen de convertibilidad establece un tipo de cambio del austral frente al dólar estadounidense, en relación 10.000 australes igual a un dólar⁵⁰, y prohíbe cualquier emisión de moneda que no sea respaldada directamente por divisas en el banco central. De esta forma el banco central se limita a aumentar

⁴⁷ Para un estudio más profundo del tema del señoriaje, en sus dos componentes véase Agénor y Montiel (1996).

⁴⁸ Para hacernos una idea de lo que representan tales cifras baste decir que se considera un nivel bajo de señoriaje si el índice de señoriaje es menor del 1% del PIB, moderado si éste se sitúa entre el 1% y el 2% del PIB y un nivel por encima del 2% del PIB ya es considerado alto. Tengamos en cuenta que dicho índice para Chile ha permanecido invariable en torno al 3% del PIB desde 1985 hasta 1994.

⁴⁹ El índice de señoriaje monetario o “currency component” del señoriaje está calculado tal y como se muestra en Agénor y Montiel (1996), es decir, dividiendo el efectivo en manos del público por el producto interior bruto. Numerador y denominador de dicha operación son respectivamente las variaciones de la línea 14a y la línea 99b de “Estadísticas Financieras Internacionales” del FMI.

⁵⁰ El 1 de enero de 1992 el tipo se sustituye el austral por el peso y el tipo de cambio peso/dólar pasa a ser uno a uno.

sus reservas o disminuirlas en virtud de la cantidad de moneda nacional, con lo que pierde su papel discrecional sobre las políticas monetaria y de cambio⁵¹. Para dotar al *Plan de Convertibilidad* de la máxima credibilidad y llegar a los más altos niveles de compromiso, el plan se introdujo por una ley del Congreso, lo que implicaba que el tipo de cambio tan sólo podría modificarse mediante una nueva ley. Por otro lado el Banco Central queda obligado a vender las divisas que el mercado requería al tipo de cambio de 10.000 australes por un dólar y a retirar de la circulación los australes adquiridos.

A diferencia de otras políticas de estabilización que se basan casi exclusivamente en la contracción de la demanda agregada, el plan de estabilización de 1991 se caracteriza por la diversidad de instrumentos que combina. Por un lado, la estabilidad económica se alcanza mediante el equilibrio fiscal, o por lo menos la promesa de éste, por otro lado mediante el establecimiento de un nuevo sistema cambiario y por último a través de una medida que suele ser olvidada frecuentemente pero que juega un papel decisivo en la reducción de la inflación; las negociaciones con los empresarios, que permitieron romper con las remarcaciones preventivas de precios⁵².

Los casos en los que funciona este sistema cambiario de “*caja de conversión*”, denominada igualmente por su terminología anglosajona (*currency board*), son escasos⁵³ y por lo general la adopción de este régimen suele deberse a la simplicidad del mismo ya que, aparentemente, impide entrar en conflicto con otros objetivos y facilita tremendamente los negocios.

1.3.2.3 La segunda ola de medidas estructurales

En 1991 se puso en marcha en Argentina un nuevo paquete de políticas de carácter estructural. La diferencia fundamental frente a las políticas desarrolladas

⁵¹ La definición utilizada por Argentina para las reservas internacionales incluye las tenencias de oro del Banco Central, *DEG*, la posición de reserva en el FMI, las divisas, los activos netos del Convenio *ALADI* (sistema de pagos multilaterales) y los títulos públicos nacionales pagaderos en dólares. Si bien en rigor, como señala Calcagno (1997), estos últimos no debieran ser considerados como un componente de las reservas internacionales, independientemente de la moneda en que están denominados, ya que no constituyen activos sobre el extranjero. La ley reconoce la particularidad de este último componente al establecerse que su participación en las reservas totales no podrá superar el 20%.

⁵² Se trató de eliminar la práctica de descontar el efecto de la inflación esperada en el mecanismo de fijación de precios de los empresarios.

⁵³ En la actualidad existen en funcionamiento catorce cajas de conversión, de las cuales diez se vinculan al dólar de Estados Unidos, tres al marco alemán y una al dólar de Singapur. Si bien en el caso de los paraísos fiscales parece jugar un papel más importante el hecho de que el *currency board* facilita los negocios, en el caso de Estonia, Lituania y de la propia Argentina es más clara la intencionalidad de importar credibilidad. En estos últimos años ha resurgido el interés por las cajas de conversión, y se están haciendo evidentes virtudes de las mismas que hasta ahora eran desconocidas. Para profundizar sobre el tema de las cajas de conversión véase Baliño (1997) y Ghosh (1998).

anteriormente es el marco de estabilidad económica que proporcionó el final de la hiperinflación.

1.3.2.3.1 La segunda ola de privatizaciones

En esta segunda fase de privatizaciones tocó el turno a la producción, transmisión y distribución de electricidad, la distribución de agua y el servicio de alcantarillado en la región de Buenos Aires, los puertos, la producción, transporte y distribución de gas natural, la compañía nacional petrolera, los ferrocarriles, la construcción y operativa de carreteras, parte de compañías químicas, acero, petroquímicas y defensa, al igual que inmuebles que se pusieron a la venta de compañías o de particulares.

En el siguiente cuadro se representa a grandes rasgos el programa financiero del gobierno en el quinquenio 1991-1995 y se puede apreciar la importancia de los recursos provenientes de las privatizaciones.

Cuadro 1.5
Argentina
Programa financiero del gobierno
(miles de millones de dólares)

	1991	1992	1993	1994	1995
Ingresos	28,7	38,9	44,8	48,8	48,2
Gastos (excluidos los pagos de intereses)	27,8	35,7	39,7	46,6	46,2
Balance antes de la venta de activos públicos	0,9	3,2	5,1	2,2	2,0
Venta de activos públicos	2,2	1,8	0,5	0,7	1,0
Balance inicial tras venta de activos	3,1	5,0	5,6	2,9	3,0
Pago de intereses	3,8	1,9	2,5	3,2	4,3
Balance general	-0,7	3,1	3,1	-0,3	-1,3

Fuente: FIEL.

Para hacernos una idea de lo que esto representa, los ingresos públicos por privatizaciones en 1992 se equiparan a la cifra de pagos de intereses netos del gobierno para ese mismo año.

1.3.2.3.2 Hacia la apertura comercial

En marzo de 1991 se continuó el esfuerzo aperturista con la introducción de una estructura arancelaria escalonada con aranceles del 0%, 11% y 22% para materias primas, insumos y bienes manufacturados finales, respectivamente. Como resultado de esta medida el arancel promedio se situaba en el 10%.

Sin embargo en 1992 se produjo un cambio importante, ya que el gobierno introdujo subvenciones a la exportación con la intención de que los productores nacionales saliesen al exterior. Se trataba de un sistema que recibe el nombre de

“regla del espejo” y consistía en subvencionar las exportaciones en la misma medida que se gravaban las importaciones. Se trataba de una medida que fomentaba la ineficacia del sector exportador.

En 1993 ante la imposibilidad de mejorar la cuenta comercial⁵⁴ se introdujeron restricciones en la importación de determinados bienes. Las medidas antidumping (que como ya comentamos anteriormente pertenecerían a otro tipo de medidas proteccionistas, que clasificamos como “estrategias técnicas”) se pasaron a garantizar de forma más fácil mientras que las restricciones a la importación de productos del sector papelerero y textil pasaron a endurecerse. Por otra parte este resurgir del proteccionismo se reforzó con el llamado “régimen de especialización industrial” que permitía a las industrias con mayores exportaciones evitar o disminuir el pago de impuestos de importación, no se trataba si no de otra forma de subvencionar las exportaciones.

En el siguiente gráfico se aprecia cómo se produce el retroceso en el proceso de liberalización comercial desde el punto de vista arancelario⁵⁵. El arancel medio disminuyó a lo largo de 1991; sin embargo el arancel medio ponderado aumentó más del doble en este período con lo que en realidad no se produjo un desarme arancelario sino todo lo contrario.

Cuadro 1.6
Argentina
 Proceso de apertura comercial (1991-1994)

	ene-91	abr-91	may-91	oct-91	nov-91	nov-92	ene-94	abr-94
arancel medio (%)	18,2	9,7	9,7	9,3	11,7	10,2	9,4	9,1
arancel medio ponderado (%)	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	10,0	7,2	7,2
arancel máximo (%)	22,0	22,0	35,0	35,0	35,0	20,0	20,0	20,0
arancel mínimo (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
arancel más frecuente	22	0						
	número de tramos con:							
arancel máximo	9177	3808	15	15	15	425	425	425
arancel mínimo	1946	5165	5165	5377	769	450	450	450
arancel ad valorem (total)	11123	11745	11745	11745	11745	8540	8770	8770

Fuente: FIEL.

⁵⁴ Las exportaciones netas comenzarían a caer fuertemente desde que se implementasen las medidas liberalizadoras. Véase gráfico 1.20 del apéndice gráfico.

⁵⁵ Como ya hemos comentado el término proteccionismo va más allá de la protección arancelaria, con lo que el desarme arancelario debe ser mirado cautelosamente.

El arancel medio parece no evolucionar con respecto a lo explicado anteriormente, pero si nos fijamos en el arancel medio ponderado (arancel que sopesa la importancia de cada tramo) se puede apreciar claramente del endurecimiento de la protección arancelaria a partir de 1992, a pesar de que no se modifica el arancel mínimo y de que el arancel máximo incluso se reduce en noviembre del citado año. Igualmente se aprecia cómo para 1992 se produce un aumento del número de productos gravados con el arancel máximo y una disminución de los gravados con el arancel mínimo.

1.3.2.3.3 La reforma tributaria

En esta nueva etapa el gobierno si que pudo poner en marcha su propio proyecto de reforma tributaria, y es que los fallos que se daban en el sistema tributario argentino en estos años provenían de la herencia de una mala estructura impositiva junto a una gran ineficacia administrativa y la mejora de la recaudación no podía basarse en un sistema tributario heredado que estaba completamente obsoleto.

Como se comentará con mayor detalle posteriormente al referirnos a las políticas de estabilización económica, uno de los hechos que se derivan de la estabilidad de precios internos es la pérdida del llamado impuesto inflacionario, por esta razón el proceso de estabilización supondrá un paso hacia una sistema tributario basado en impuestos "formales". Evidentemente esto tiene una serie de ventajas innegables, pero a grandes rasgos se puede decir que este viraje hacia la imposición normal elimina gran parte de las distorsiones ocasionadas por el impuesto inflacionario, implica igualmente un sistema de redistribución de riqueza fundamentado en los principios más básicos de equidad social y, sobre todo, resulta notablemente más eficiente al fin que persigue... la recaudación de fondos para las arcas del estado.

En el caso de Argentina, el principal logro radicó en recuperar la imposición indirecta a través fundamentalmente del Impuesto sobre el Valor Agregado (IVA). En el cuadro 1.2 del apéndice estadístico podemos ver claramente como evoluciona la recaudación a partir de 1990 y se hizo evidente el aumento de recaudación en los tres primeros años a partir de la reforma.

1.3.2.3.4 La reforma del sistema de pensiones

Aprobada por el Congreso en septiembre de 1993 y efectiva desde julio de 1994, el nuevo sistema de pensiones se basa en un mecanismo mixto de que combina provisiones de carácter público y privado con el fin de cubrir tres necesidades fundamentales:

- Ahorro
- Redistribución
- Seguro

El nuevo sistema se basa en tres pilares: público, privado y el sistema individual de captación.

El primero de los pilares se orienta hacia el fin redistributivo y su sustentación se realiza principalmente a través de los impuestos del trabajo (las contribuciones de los empresarios). El segundo pilar es un sistema privado de capitalización de recursos, gestionado por instituciones privadas bajo la supervisión del Estado, en el que también participan algunos bancos públicos, mientras que el tercer pilar es individual.

Los individuos tienen la posibilidad de elegir el sistema privado o público; en caso de elegir el primero a largo plazo se benefician doblemente de las aportaciones al sistema público y las del privado. Por un lado reciben el beneficio que perciben todos los individuos con independencia del sometimiento a un sistema u otro y en segundo lugar por los beneficios derivados del sistema privado.

Los efectos más positivos de la reforma se centran en la reducción de la evasión de contribuciones. Se trata de una reforma estructural que de forma más marcada que otro tipo de reformas aquí tratadas da sus frutos en el largo plazo a través del aumento del ahorro⁵⁶.

1.3.2.3.5 Las finanzas provinciales

A la hora de abordar este tema hay que tener en cuenta que la problemática inherente a las finanzas provinciales difiere tremendamente de la problemática de la deuda del gobierno central.

La dificultad para frenar la inercia del gasto provincial se puso de manifiesto en el hecho de que no se lograba sostener la contención en el gasto conseguida en 1992.

Al contrario que en 1992 en los dos siguientes años el déficit se sitúa en torno a 2 mil millones de dólares por año (lo que viene a representar el 1,2% del PIB) como consecuencia del mayor crecimiento del gasto (13,4% anual) frente a los ingresos (que crecieron al 10,1% anual⁵⁷).

El principal lastre de las finanzas provinciales son los salarios, que representaban cerca del 80% de los gastos totales. Las retribuciones de los funcionarios se situaban por encima de la media de las retribuciones salariales totales; en concreto, para 1994 se sitúa en 771\$, un 35% superior a la citada media total.

⁵⁶ Más que de aumento del ahorro se podría hablar del trasvase de ahorro, desde activos de carácter más tradicionales (inmuebles, bienes raíces...) hacia activos financieros. Parece que en ocasiones se atribuye a este tipo de reformas el incremento del ahorro, cuando simplemente puede estar produciendo un cambio en la forma de ahorro.

⁵⁷ Crecimiento del ingresos y gastos expresados como media del período 1991-1994.

1.3.2.3.6 La deuda

En el plano exterior la problemática de la deuda argentina, como para toda la región, se gestó en la década de los ochenta y aumentó fuertemente en 1992. El monto de deuda a largo plazo de carácter público y garantizada por éste ascendía a los 53,632 miles de millones de dólares mientras que la deuda privada no garantizada representaba 1,8 miles de millones de dólares, lo que implica que sobre el sector público recaía el grueso de la deuda del país a largo plazo (más del 96% de la deuda total a largo plazo para dicho año) y del stock total de deuda (en torno al 80%)⁵⁸.

En 1993 se inició la renegociación de la deuda exterior en el marco del *Plan Brady*. En un primer momento el citado *Plan Brady* se encargaría de reemplazar la deuda pendiente con los bancos comerciales (con inclusión de los intereses) por la emisión de distintos tipos de *bonos (a la par, al descuento y FRBs)*. Los *bonos a la par* ascendían a 12,5 mil millones de dólares y 282 millones de marcos, con un vencimiento de 30 años y con pagos de intereses crecientes, desde el 4% al 7% a partir del séptimo año. Los *bonos al descuento* por su parte alcanzaban la cifra de 4,1 mil millones de dólares y 282 millones de marcos y al igual que los *bonos a la par* tenían un período de vencimiento de madurez de 30 años. Devengan un tipo de interés igual al *LIBOR* (de la moneda en la que estén denominados) más el 13/16%. El pago de los *bonos a la par* y en los *bonos al descuento* se avaló con *bonos* cupón cero del tesoro norteamericano. Los primeros pagos de intereses se avalan igualmente para ambos tipos de *bonos*. Los *bonos* a tipo de interés variable (*FRBs*) ascendían a la suma de 8,5 mil millones de dólares y pagan el mismo plus sobre el *LIBOR* que los *bonos a la par*, si bien el *LIBOR* de referencia es semestral y no anual y el período de vencimiento es menor que para los otros tipos de *bonos* (12 años).

La ayuda recibida por parte de las instituciones multilaterales como el FMI, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo se caracterizó por la condicionalidad. El acceso a estos fondos se veía supeditado al cumplimiento de los planes de estabilización de corte neoliberal diseñados por estos organismos. En concreto, el acceso a las facilidades de crédito (*Extended Fund Facilities*) se condicionó a la reforma del sistema de pensiones.

En el plano interior el país debía enfrentarse igualmente con un serio problema de déficit, agravado por las elevadas tasas de interés que seguían el camino marcado por las altas tasas de inflación. El riesgo de impago de la deuda pública era constante y frente a este panorama no es de extrañar que la demanda interna de deuda pública fuera escasa y en su mayor parte de carácter obligatorio desde la puesta en marcha del *Plan Bonex*.

⁵⁸ Véase el cuadro 1.3 del apéndice estadístico.

La deuda interna, denominada en moneda nacional como en dólares, viene representada fundamentalmente por los Bonex, *Bocones* y *Botes*⁵⁹.

En el siguiente cuadro quedan reflejadas en millones de pesos las variaciones netas de los pasivos del gobierno frente al resto de los sectores, tanto de los agentes residentes (préstamos netos internos) como con no residentes (préstamos netos externos). Las rúbricas muestran el endeudamiento (+) del gobierno de forma general (y por tanto incluye la propia deuda pública como pasivos que representan para las autoridades) al reflejar los préstamos o anticipos al gobierno y las tenencias de los distintos sectores (residentes y no residentes) de valores públicos adquiridos del gobierno o mediante transacciones con terceros.

Cuadro 1.7
Argentina
Variación de los pasivos del gobierno
(millones de pesos)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Obtención neta de préstamos internos	-8,6	346,9	869,4	895,0	1740,0	863,2
Obtención neta de préstamos externos	30,1	-86,2	310,8	-118,0	1283,0	1256,8

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

Lo más importante a destacar del cuadro es cómo la obtención de préstamos externos en 1994 consiguió ser más importante en términos netos que la obtención de préstamos internos. Téngase en cuenta que la evolución de la deuda total del gobierno, depende de la necesidad de financiación, es decir de si los ingresos públicos son mayores o menores que los gastos⁶⁰. Los crecientes déficit en los que incurre el gobierno desde el año 1989 han requerido aumentar la obtención de deuda tanto en el propio país como fuera de éste.

⁵⁹ Los Bonex se emitieron en su gran mayoría en 1989, se basan en el *LIBOR* a 10 años y están denominados en dólares. El pago del principal se realiza anualmente y el pago de intereses es semestral. A pesar de las condiciones que dieron origen a su emisión (el *Plan Bonex* de enero de 1990) los Bonex han gozado de una alta fiabilidad tanto en el pago de intereses como de principal. Los *Bocones* se emitieron en seis series de acuerdo con la ley de Consolidación de la Deuda de 1991. Los *Botes* se emiten con la finalidad de reestructurar el vencimiento de la deuda.

⁶⁰ En el gráfico 1.17 del apéndice gráfico del capítulo aparece recogida la evolución de los ingresos y de los gastos del gobierno.

Capítulo I
Apéndice gráfico y estadístico

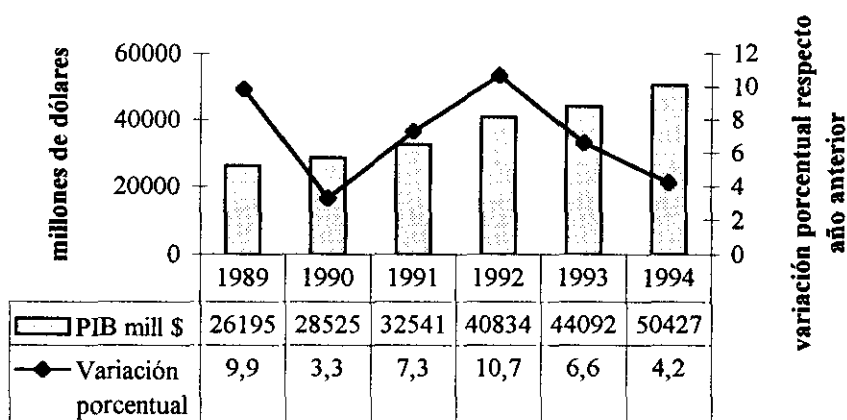
Capítulo I
Apéndice gráfico y estadístico

Gráficos y cuadros:

Gráfico 1.1. Chile; PIB a precios constantes en millones de dólares y en variaciones porcentuales respecto al año anterior. Período; 1989- 1994. Datos anuales. Fuente: FMI y BM.....	54
Gráfico 1.2. Chile; exportaciones e importaciones de bienes y servicios en millones de dólares y como porcentaje del PIB. Período 1989-1994. Datos anuales. Fuente: FMI.....	54
Gráfico 1.3. Chile; tasa de desempleo (como % de la población activa). Años 1989-1994. Fuente; FMI.....	55
Gráfico 1.4. Chile; PIB trimestral (variaciones respecto del mismo período del año anterior). Período 1989-1994, Fuente: BC de Chile.....	55
Gráfico 1.5. Chile; IPC (variación porcentual respecto año anterior) Período 1989-1994. Datos anuales. Fuente: CEPAL.....	56
Gráfico 1.6. Chile; tasa de los instrumentos del banco central. Período 1988-1994. Datos mensuales. Fuente: Banco Central de Chile.....	56
Gráfico 1.7. Chile; cuenta corriente en millones de dólares y como porcentaje del PIB. Período 1989-1994. Datos anuales. Fuente: FMI.....	57
Gráfico 1.8. Chile; cuenta financiera en millones de dólares y como porcentaje el PIB. Período 1989-1994. Datos anuales. Fuente: FMI.....	57
Gráfico 1.9. Chile, banda de flotación. Período 1989-1994. Datos mensuales. Fuente: Banco Central de Chile.....	58
Gráfico 1.10. Chile; cuentas del sector público en millones de pesos y como porcentaje del PIB (precios corrientes). Período 1987-1994. Datos anuales. Fuente: CEPAL y FMI.....	58
Gráfico 1.11. Argentina; PIB en millones de dólares y en variaciones porcentuales respecto al año anterior. Período 1989-1994. Fuente: FMI y BM.....	59
Gráfico 1.12. Argentina; tasa de desempleo (porcentaje respecto a la población activa). Período 1989-1994. Datos anuales. Fuente: FMI.....	59
Gráfico 1.13. Argentina; IPC anual (variación sobre año anterior). Período 1988-1995. Fuente : CEPAL.....	60
Gráfico 1.14. Argentina; tipo de interés nominal y tasa de inflación (porcentajes mensuales). Período 1985- abril 1989. Fuente: Krugman y Obstfeld (1994).....	60
Gráfico 1.15. Argentina; cuenta financiera (en millones de dólares). Período 1989-1995. Datos anuales. Fuente: FMI.....	61
Gráfico 1.16. Argentina; exportaciones e importaciones como porcentaje del PIB. Período 1987-1996. Datos anuales. Fuente: FMI.....	61
Gráfico 1.17. Argentina; cuentas del sector público en miles de millones de pesos y como porcentaje del PIB (precios corrientes). Período 1987-1994. Datos anuales. Fuente: CEPAL y FMI.....	62

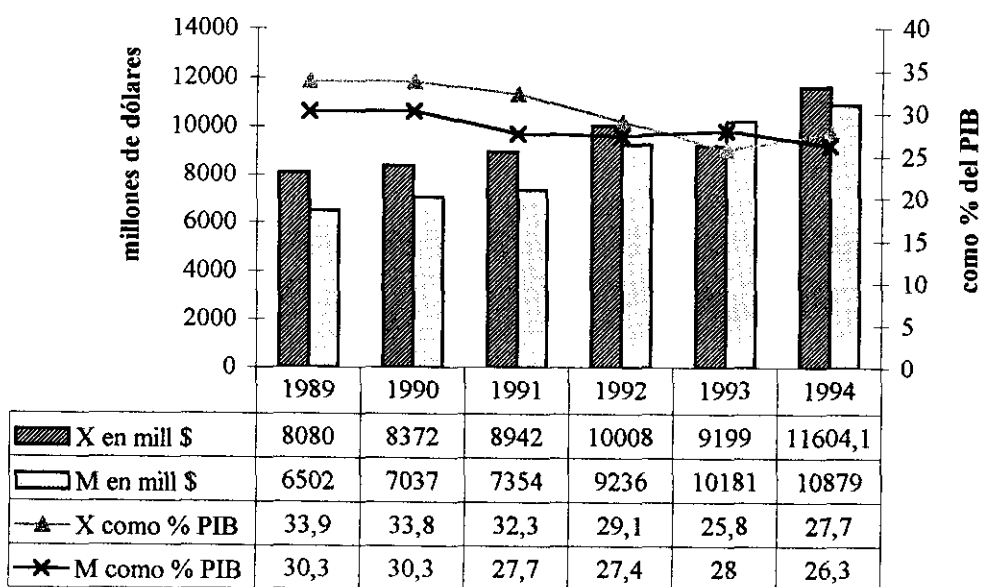
Gráfico 1.18. Argentina y Chile; exportaciones e importaciones como porcentaje del PIB. Período 1987-1996. Datos anuales. Fuente: FMI.....	62
Gráfico 1.19. Argentina; reservas totales menos oro. Millones de dólares. Período 1989-1994. Datos anuales a final del período. Fuente: FMI.....	63
Gráfico 1.20. Argentina; balanza comercial (exportaciones, importaciones y exportaciones netas). Período 1989-1995. Datos anuales en medias del período y en millones de dólares. Fuente: FMI.....	63
Cuadro 1.1. Argentina; proceso de apertura comercial. Período; octubre de 1989 a abril de 1995. Fuente: FIEL.....	64
Cuadro 1.2. Argentina; programa financiero del sector público. Años 1991-1995 (miles de millones de dólares). Fuente: FIEL.....	65
Cuadro 1.3. Argentina; deuda total a largo plazo. Datos en millones de dólares y como porcentaje. Años 1989-1994. Fuente: BM.....	65

Gráfico 1.1
Chile
PIB
 (en millones de dólares y como variación porcentual)



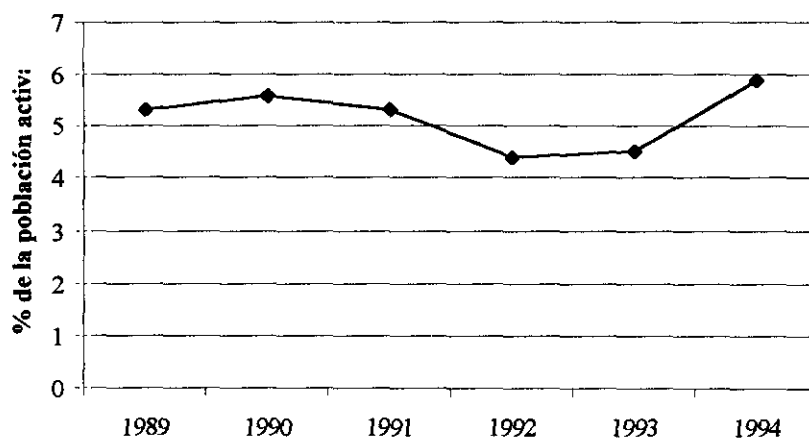
Fuente: FMI.

Gráfico 1.2
Chile
 Exportaciones e importaciones de bienes y servicios
 (en millones de dólares y como porcentaje del PIB)



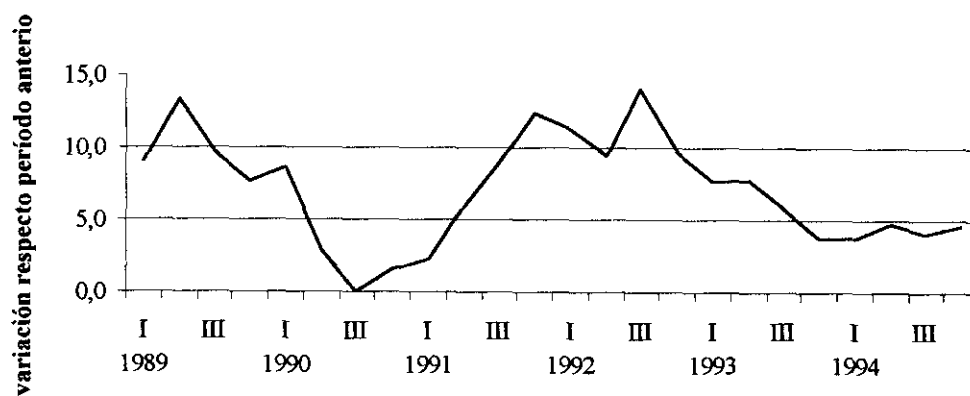
Fuente: FMI.

Gráfico 1.3
Chile
 Tasa de paro
 (como porcentaje de la población activa)



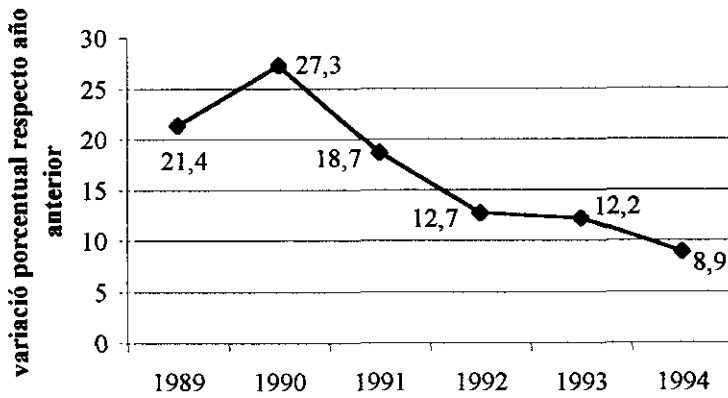
Fuente: FMI.

Gráfico 1.4
Chile
 PIB trimestral
 (variaciones respecto del mismo período del año anterior)



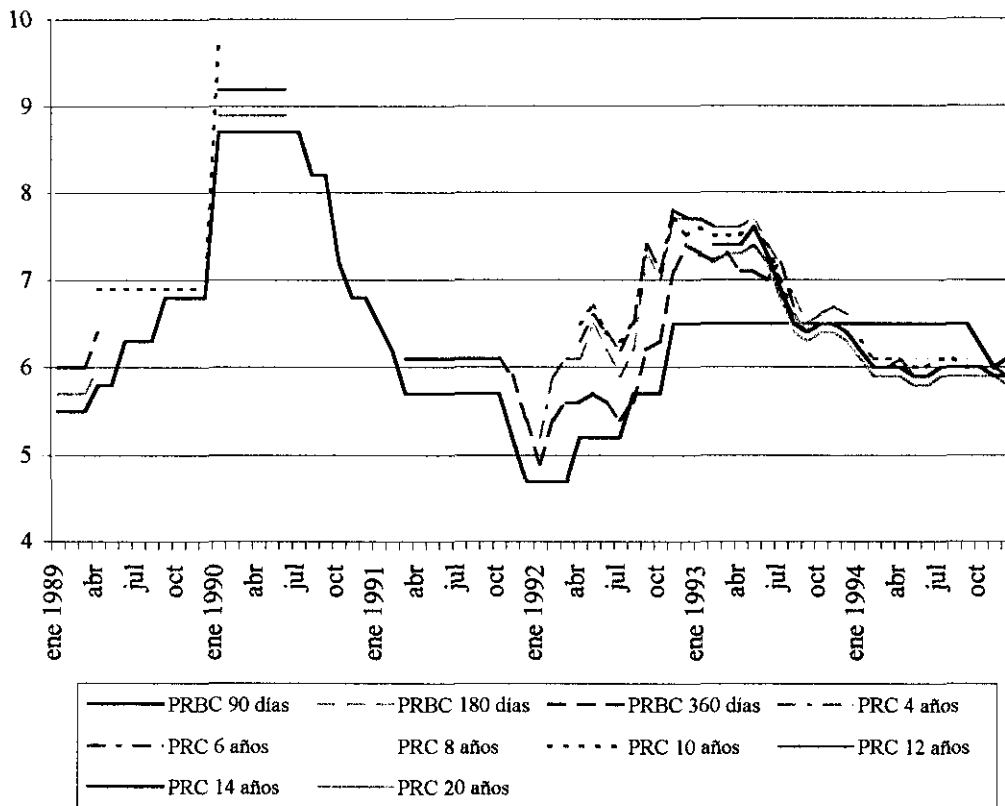
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 1.5
Chile
IPC
 (variación porcentual respecto al año anterior)



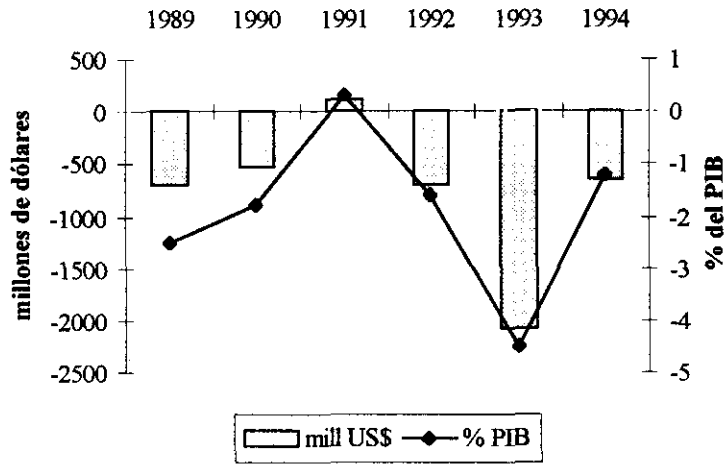
Fuente: CEPAL.

Gráfico 1.6
Chile
 Tasas de los instrumentos del banco central



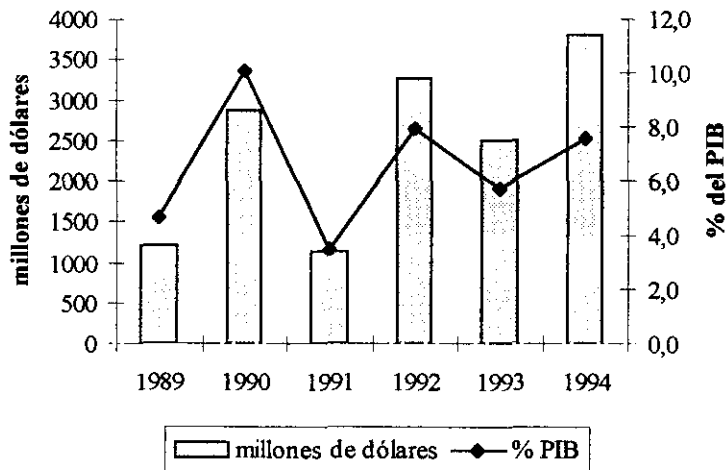
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 1.7
Chile
 Cuenta corriente
 (en millones de dólares y como porcentaje del PIB)



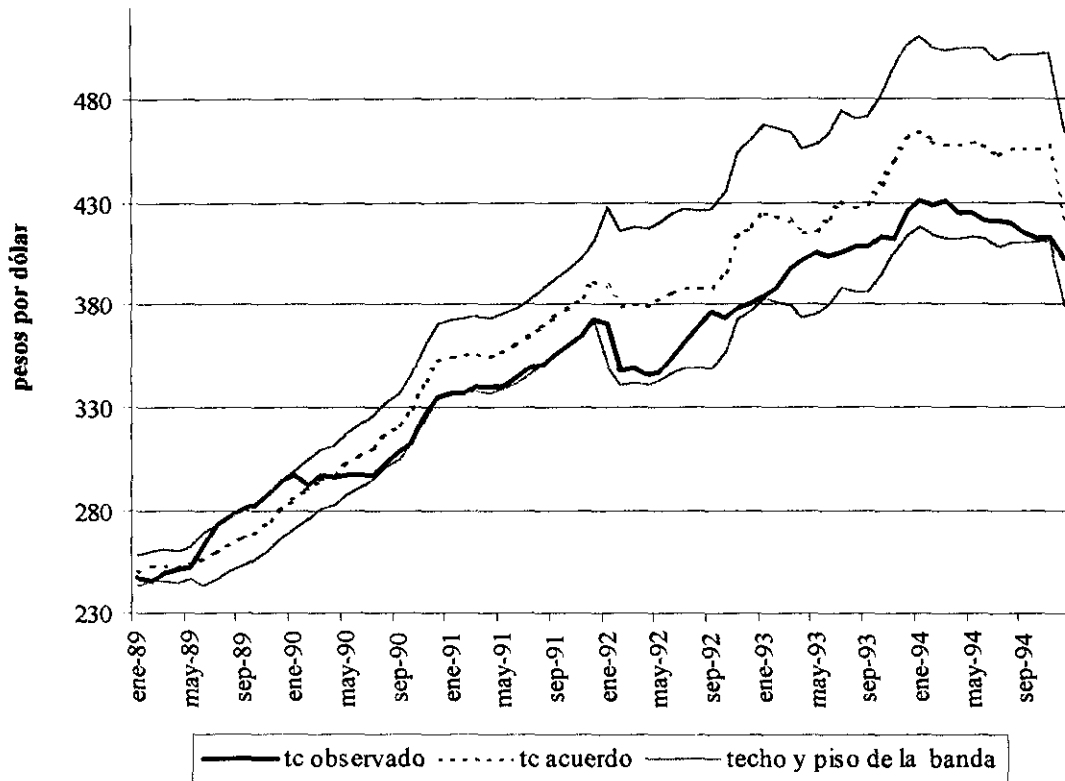
Fuente: FMI.

Gráfico 1.8
Chile
 Cuenta financiera
 (en millones de dólares y como porcentaje del PIB)



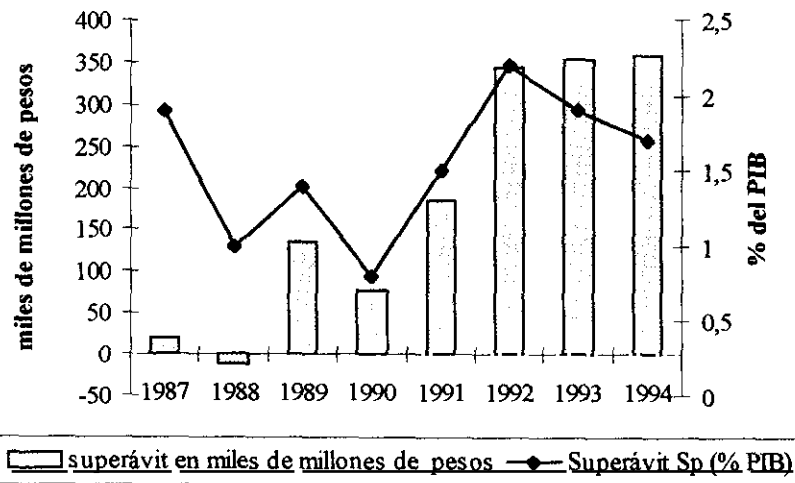
Fuente: FMI.

Gráfico 1.9
Chile
Banda de flotación



Fuente: Banco Central de Chile.

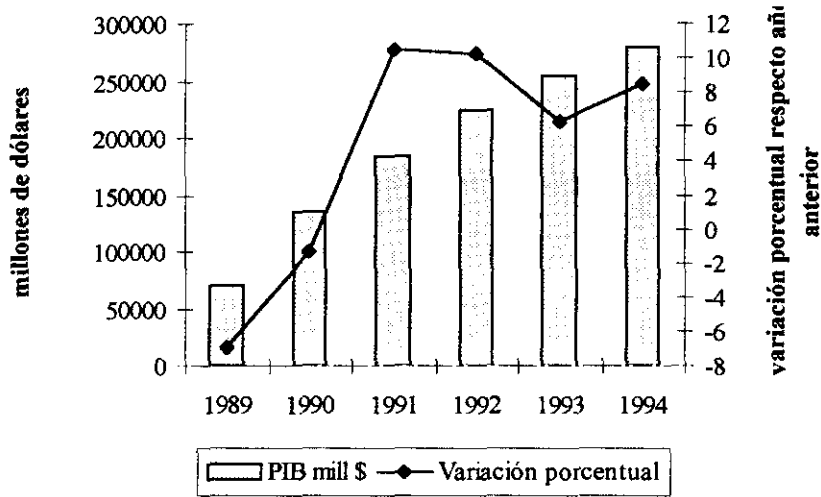
Gráfico 1.10
Chile
Cuentas del sector público
(en millones de pesos y como porcentaje del PIB)



Fuente: CEPAL y FMI¹

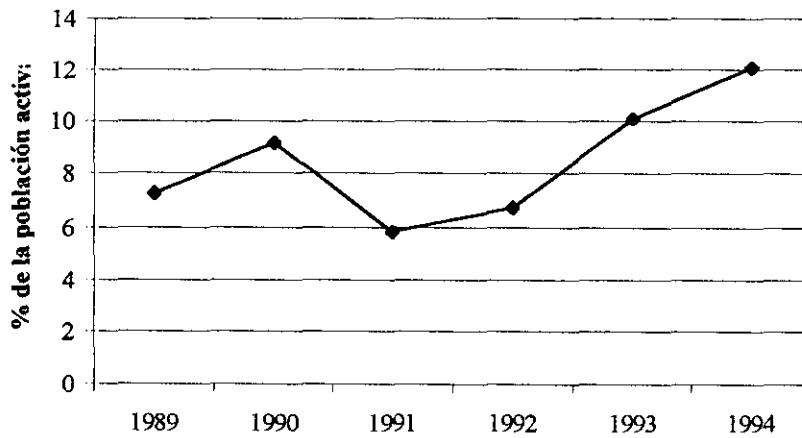
¹ Los datos de FMI y de CEPAL en algún año difieren ligeramente.

Gráfico 1.11
Argentina
PIB
 (en millones de dólares y en variaciones)



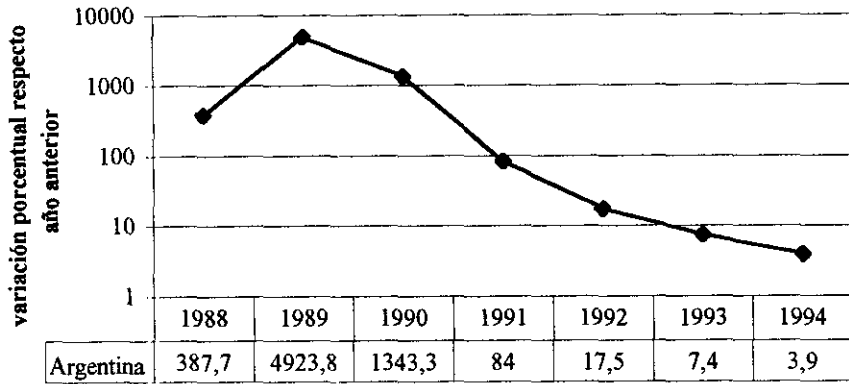
Fuente: FMI y BM.

Gráfico 1.12
Argentina
Tasa de paro
 (como porcentaje de la población activa)



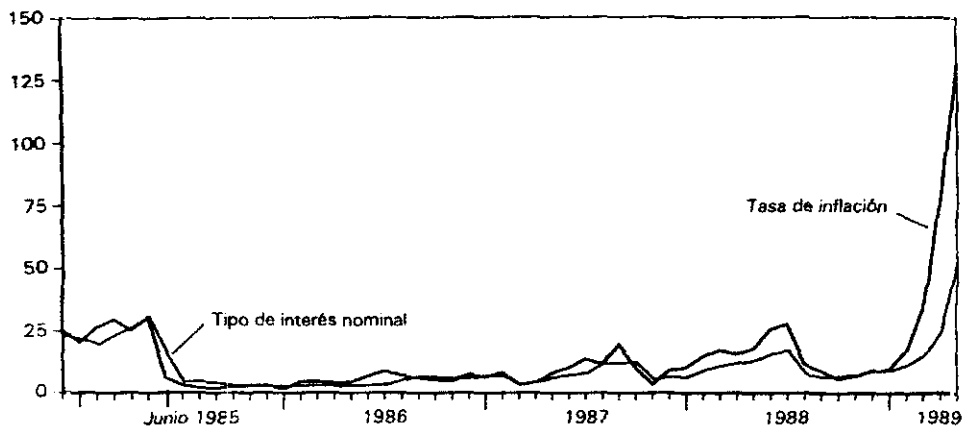
Fuente: FMI.

Gráfico 1.13
Argentina
 IPC anual
 (escala logarítmica)



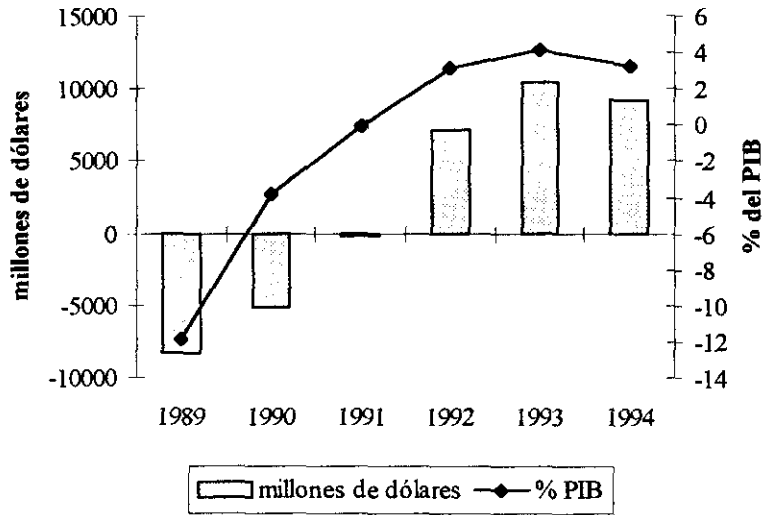
Fuente: CEPAL.

Gráfico 1.14
Argentina
 Tipo de interés nominal y tasa de inflación
 (porcentajes mensuales)



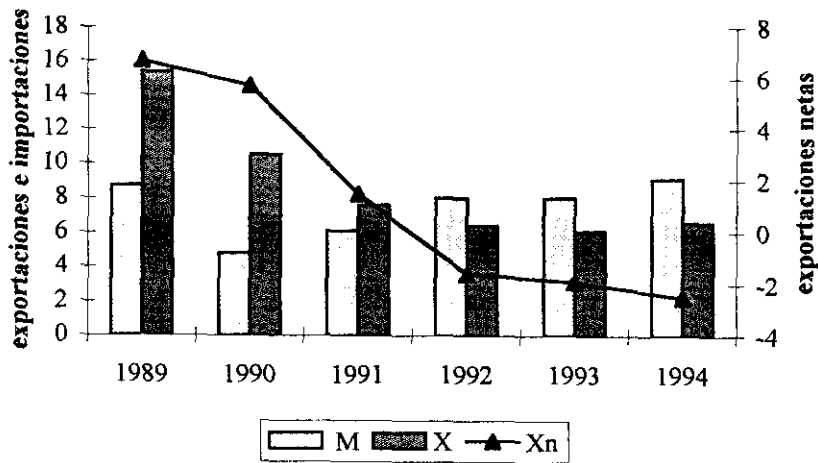
Fuente: Krugman y Obstfeld, Economía Internacional.

Gráfico 1.15
Argentina
 Cuenta financiera
 (en millones de dólares y como porcentaje del PIB)



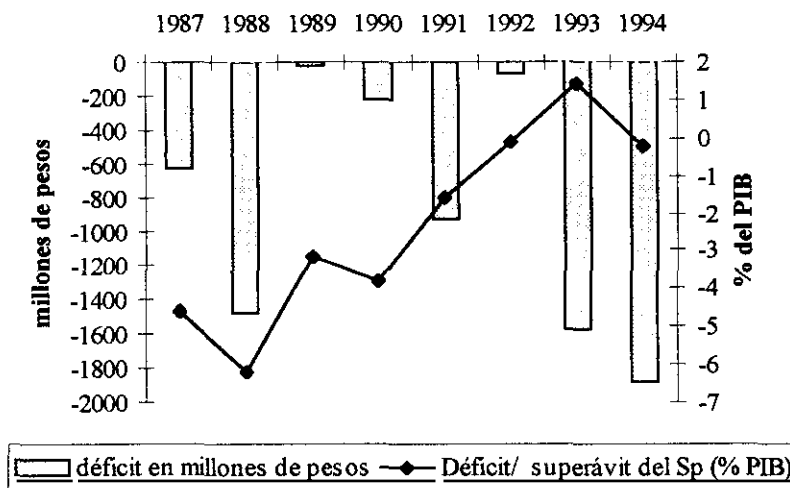
Fuente: FMI.

Gráfico 1.16
Argentina
 Exportaciones e importaciones
 (como % del PIB)



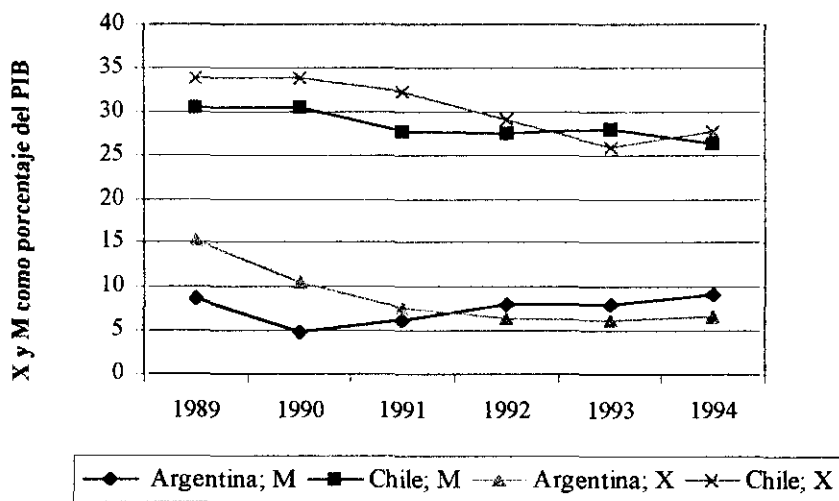
Fuente: FMI.

Gráfico 1.17
Argentina
 Cuentas del sector público
 (en millones de pesos y como porcentaje del PIB)



Fuente: CEPAL y FMI².

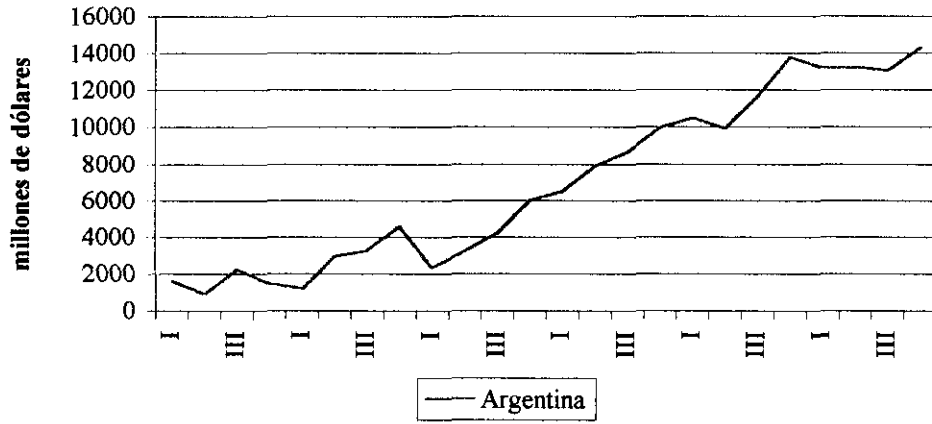
Gráfico 1.18
Argentina y Chile
 Exportaciones e importaciones
 (como porcentaje del PIB)



Fuente: FMI.

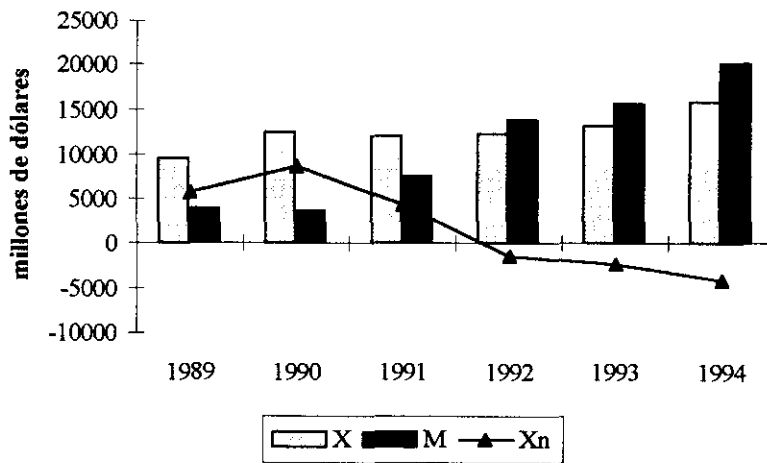
² Los datos de FMI y de CEPAL en algún año difieren ligeramente.

Gráfico 1.19
Argentina
 Reservas totales menos oro
 (millones de dólares)



Fuente: FMI.

Gráfico 1.20
Argentina
 Balanza comercial
 (millones de dólares)



Fuente: FMI.

Cuadro 1.1
Argentina
Proceso de apertura comercial

	oct-89	dic-89	ene-90	feb-mar 90	abr-90	may-90	jun-jul 90	ago-90	oct-90
arancel medio (1)	22,3%	17,4%	14,8%	13,9%	14,6%	17,0%	17,0%	17,0%	17,3%
dispersión (2)	12,9	10,6	8,3	8,9	8,4	5,2	5,2	5,2	5,4
variación (3)=(2)/(1)	57,7%	61,0%	56,2%	64,4%	57,4%	30,7%	30,7%	30,7%	31,0%
arancel medio ponderado			3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
arancel máximo	40,0%	30,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
arancel mínimo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
arancel más frecuente	37	30	24	24	24	24	24	24	24
tramos con:									
arancel máximo	11	2311	3139	3020	3110	3110	3113	3114	3821
arancel mínimo	777	783	783	1419	783	795	795	799	926
arancel ad valorem (total)	10331	10247	10247	10247	10247	10255	10257	10267	11123

	ene-91	abr-91	may-91	oct-91	nov-91	nov-92	ene-94	abr-94	abr-95
arancel medio (1)	18,2%	9,7%	9,7%	9,3%	11,7%	10,2%	9,4%	9,1%	11,6%
Dispersión (2)	8,4	9,5	9,5	8,9	7,7	5,1	4,8	5,7	7,2
variación (3)=(2)/(1)	46,1%	97,9%	97,9%	95,7%	65,8%	50,0%	51,1%	62,6%	62,1%
arancel medio ponderado	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	10,0%	7,2%	7,2%	2,4%
arancel máximo	22,0%	22,0%	35,0%	35,0%	35,0%	20,0%	20,0%	20,0%	32,0%
arancel mínimo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
arancel más frecuente	22	0							10
tramos con:									
arancel máximo	9177	3808	15	15	15	425	425	425	17
arancel mínimo	1946	5165	5165	5377	769	450	450	450	464
arancel ad valorem (total)	11123	11745	11745	11745	11745	8540	8770	8770	8775

Fuente: FIEL.

Cuadro 1.2
Argentina
 Programa financiero del sector público
 (miles de millones de dólares)

	1991	1992	1993	1994	1995
Ingresos (por impuestos)	28,7	38,9	44,8	48,8	48,2
gastos (excluidos los pagos de intereses)	27,8	35,7	39,7	46,6	46,6
balance inicial antes de ventas de activos públicos	0,9	3,2	5,1	2,2	2,0
venta de activos públicos (privatizaciones)	2,2	1,8	0,5	0,7	1,0
balance inicial tras venta de activos públicos.	3,1	5,0	5,6	2,9	3,0
pago de intereses	3,8	1,9	2,5	3,2	4,3
balance global	0,7	3,1	3,1	0,3	1,3

Fuente: FIEL.

Cuadro 1.3
Argentina
 Deuda total a largo plazo

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Stock total de deuda ³ (DT)	65257	62233	65397	68339	70566	77388
Deuda a largo plazo (DLP) (mill \$)	53632	48706	49368	49849	58393	66005
Deuda pública y garantizada por sector público (DP)	51832	46906	47568	47605	52024	55785
Deuda privada no garantizada (DP)	1800	1800	1800	2244	6369	10220
DP/DT (%)	79,4	75,4	72,7	69,7	73,7	72,1
DP/DLP (%)	96,6	96,3	96,4	95,5	89,1	84,5

Fuente: BM.

³ Datos en millones de dólares salvo los datos expresados como porcentaje.

Capítulo II
Los flujos internacionales de capital

Capítulo II

Los flujos internacionales de capital

Esquema:

2.1	Introducción.....	71
2.1.1	Importancia de los flujos internacionales de capital.....	71
2.1.2	¿Qué son los flujos internacionales de capital?.....	71
2.1.3	Tipos de flujos, agentes que participan y características de los mismos.....	72
2.2	Los países en vías de desarrollo y los flujos de capitales.....	75
2.2.1	Composición de los flujos de capitales.....	75
2.2.1.1	La Financiación Oficial al Desarrollo.....	76
2.2.1.2	La inversión extranjera directa (IED).....	78
2.2.1.3	Crédito bancario a largo plazo.....	79
2.2.1.4	La inversión en cartera.....	79
2.2.2	Evolución histórica de los flujos de capitales hacia los PVD.....	80
2.2.2.1	Los flujos hacia PVD; el cambio en los noventa.....	82
2.3	Factores impulsores de las corrientes de capitales.....	84
2.3.1	Factores de carácter genérico.....	84
2.3.1.1	El diferencial de tipos de interés y las políticas internas.....	87
2.3.1.2	Los pros y los contras de la afluencia de capitales exteriores.....	88
2.3.1.3	La diversidad de los capitales exteriores.....	88
2.3.1.4	Etapas de los flujos de capitales en los noventa.....	88
2.4	Los flujos de capitales hacia América Latina.....	89
2.4.1	Los flujos de capitales de carácter oficial.....	91
2.4.2	La inversión extranjera directa.....	91
2.4.3	El crédito bancario.....	92
2.4.4	La inversión en cartera.....	92
2.5	Los flujos de capitales hacia Argentina y Chile.....	93
2.5.1	Los flujos de capitales en términos netos.....	94
2.5.1.1	El saldo de la cuenta corriente.....	94
2.5.1.2	Las contrapartidas de la cuenta corriente.....	96
2.5.2	Los flujos de capitales en términos brutos.....	98
2.5.2.1	Análisis de las entradas de capitales sobre la base de la balanza financiera.....	98
2.5.2.2	Análisis de la balanza básica.....	104
2.5.2.3	La cuenta de capitales y el déficit público; el principio de equivalencia ricardiana.....	108
2.5.3	La relación entre la cuenta corriente y la cuenta de capital; el vínculo entre flujos en términos netos y brutos.....	111
2.5.3.1	La canalización de los flujos de capitales.....	115
2.6	Factores determinantes de las entradas de capitales a Argentina y Chile.....	119
2.6.1	La evolución de los tipos de interés.....	119
2.6.1.1	Los tipos de interés reales.....	122
2.6.2	La evolución de los tipos de cambio.....	124
2.6.3	Los mercados bursátiles y de <i>bonos</i>	125
2.7	Estudio de los efectos genéricos de las entradas de capitales en Argentina y Chile.....	129
2.7.1	El aumento de los déficit comerciales.....	130
2.7.2	Aumento del consumo.....	130
2.7.3	Control monetario y presiones inflacionarias.....	132
2.7.4	Apreciación real.....	135
2.7.6	Acumulación de reservas internacionales.....	138

Gráficos y cuadros:

Gráfico 2.1. PVD; afluencias netas de capitales exteriores. Años 1981-1995. Datos en precios corrientes y en miles de millones de dólares. Fuente; BM	76
Gráfico 2.2. PVD; <i>afluencia de capitales oficiales</i> . Años 1990-1994. Datos en miles de millones de dólares. Fuente; BM.....	77
Cuadro 2.1. PVD; principales destinos de la IED por áreas geográficas. Años 1990, 1993 y 1994. Datos en miles de millones de dólares. Fuente; BM.	78
Gráfico 2.3. PVD; flujos de capitales en cartera por regiones. Años 1989-1994. Datos en millones de dólares. Fuente; BM.....	80
Cuadro 2.2. PVD; flujos de capitales privados por áreas geográficas. Años 1990-1994. Datos en miles de millones de dólares. Fuente; BM.....	83
Gráfico 2.4. Alemania, Estrados Unidos y Japón; <i>evolución de los tipos de interés a corto plazo en</i> Años 1986-1994. Datos en variaciones porcentuales (tipos de interés y PIB) y en miles de millones de dólares. Fuente; FMI	86
Gráfico 2.5. Alemania, Estados Unidos y Japón; <i>evolución del PIB en</i> . Años 1986-1994. Datos en variaciones porcentuales (tipos de interés y PIB) y en miles de millones de dólares. Fuente; FMI.....	86
Gráfico 2.6. Financiación externa por regiones. Años 1986-1994. Datos en variaciones porcentuales (tipos de interés y PIB) y en miles de millones de dólares. Fuente; FMI	86
Cuadro 2.3. América Latina; <i>entradas netas de capitales, déficit por cuenta corriente, formación bruta de capital, ahorro interno y crecimiento del PIB</i> . Periodos 1976-81, 1982-1990 y 1991-1994. Fuente; CEPAL	89
Cuadro 2.4. <i>Siete principales receptores de flujos de capitales en la región latinoamericana en el periodo 1990-1994</i> . Fuente; FMI	90
Gráfico 2.7. América Latina; flujos de inversión extranjera hacia. Años 1981-1995. Datos en miles de millones de dólares. Fuente; BM	91
Gráfico 2.8. Argentina; <i>cuenta corriente en términos absolutos y en términos relativos (como porcentaje del PIB)</i> . Años 1989-1994. Datos en variaciones porcentuales y millones de dólares. Fuente; FMI.....	95
Gráfico 2.9. Chile; <i>cuenta corriente en términos absolutos y en términos relativos (como porcentaje del PIB)</i> . Años 1989-1994. Datos en variaciones porcentuales y millones de dólares. Fuente; FMI.....	96
Cuadro 2.5. Argentina; <i>contrapartidas de la cuenta corriente como porcentaje del PIB</i> . Años 1989-1994. Datos anuales. Fuente; FMI.....	97
Cuadro 2.6. Chile; <i>contrapartidas de la cuenta corriente como porcentaje del PIB</i> . Años 1989-1994. Datos anuales. Fuente; FMI.....	98
Cuadro 2.7. Argentina y Chile; <i>entradas netas y brutas de capital en millones de dólares y como % del PIB</i> . Años 1990-1994. Fuente; FMI, International Financial Statistics.....	99
Cuadro 2.8. Argentina; <i>cuenta financiera</i> . Años 1988-1994. Datos en millones de dólares. Fuente; FMI	101
Gráfico 2.10. Argentina; <i>entradas de capitales</i> . Años 1990-1994. Datos anuales en millones de dólares. Fuente; Balance of Payments Statistics, FMI	102
Cuadro 2.9. Chile; <i>cuenta financiera</i> . Años 1988-1994. Datos en millones de dólares. Fuente; FMI	103

Gráfico 2.11. Chile; entradas de capitales. Años 1989-1994. Datos anuales en millones de dólares. Fuente; Balance of Payments Statistics, FMI	104
Cuadro 2.10. Argentina; balanza básica y balanza núcleo. Años 1989-1994. Datos en millones de dólares. Fuente; FMI.....	106
Cuadro 2.11. Chile; balanza básica y balanza núcleo. Años 1989-1994. Datos en millones de dólares. Fuente; FMI.....	107
Gráfico 2.12. Chile; cuenta corriente y finanzas públicas. Años 1989-1994. Datos como porcentaje del PIB. Fuente; FMI.....	110
Gráfico 2.13. Argentina; cuenta corriente y finanzas públicas. Años 1989-1994. Datos como porcentaje del PIB. Fuente; FMI.....	111
Cuadro 2.12. Argentina y Chile; cuenta corriente y cuenta financiera 1988-1994. Datos en millones de dólares. Fuente; Balance of Payments Statistics, FMI.....	112
Gráfico 2.14. Chile; errores y omisiones de la balanza de pagos. Años 1988-1994. Datos en millones de dólares. Fuente; FMI.....	113
Cuadro 2.13. Chile; interpretación del saldo de errores y omisiones. Años; 1988-1994. Fuente; elaboración propia a partir de datos de FMI	114
Cuadro 2.14. Argentina; balanza de pagos. Años 1989-1994. Datos anuales. Fuente; FMI	115
Cuadro 2.15. Chile; balanza de pagos. Años 1989-1994. Datos anuales. Fuente; FMI	116
Gráfico 2.15. Argentina y Chile; reservas internacionales. Años 1989-1994. Datos a final del período y en millones de dólares. Fuente; FMI.....	116
Cuadro 2.16. Chile; reservas internacionales. Años 1989-1994. Datos a final del período y en millones de dólares. Fuente; FMI.....	117
Gráfico 2.16. Estados Unidos y Chile; tipos de interés de depósitos y préstamos. Años 1989-1994. Fuente; FMI.....	120
Gráfico 2.17. Estados Unidos y Argentina; tipos de interés de depósitos y préstamos. Años 1989-1994. Fuente; FMI	121
Gráfico 2.18. Estados Unidos, Argentina y Chile; tipos de interés reales. Años 1989-1994. Fuente; FMI	122
Gráfico 2.19. Argentina y Chile; tipos de interés reales descontando el efecto del tipo de cambio de la moneda nacional con el dólar, en comparación con los tipos de interés reales en Estados Unidos. Años 1989-1994. Fuente; elaboración propia a partir de datos del FMI	124
Cuadro 2.17. Argentina y Chile; volatilidad del tipo de cambio y del tipo de interés (medida en desviaciones estándar mes a mes). Períodos 1986-1990 y 1990-1995. Fuente; BPI	125
Cuadro 2.18. Argentina y Chile. financiación no bancaria (Acciones y Bonos). Años 1990 y 1994. Fuente; BPI.....	127
Cuadro 2.19. Argentina y Chile; volatilidad del tipo de cambio y de las acciones (medida en desviaciones estándar mes a mes). Períodos 1986-1990 y 1990-1995. Fuente; BPI	128
Gráfico 2.20. Argentina; flujos de capitales y liquidez del sistema. Años 1989-1994. Datos anuales en millones de pesos. Fuente; FMI.....	132
Gráfico 2.21. Chile; flujos de capitales y liquidez del sistema. Años 1989-1994. Datos anuales en miles de millones de pesos. Fuente; FMI.....	133

Gráfico 2.22. Argentina; dinero cuasidinero en términos reales y dinero y cuasidinero en términos reales deflactando el crecimiento de la economía. Datos en variaciones porcentuales respecto al año anterior. Período 1990-1994. Fuente; elaboración propia a partir de datos del FMI	134
Gráfico 2.23. Chile; dinero cuasidinero en términos reales y dinero y cuasidinero en términos reales deflactando el crecimiento de la economía. Datos en variaciones porcentuales respecto al año anterior. Período 1990-1994. Fuente; elaboración propia a partir de datos del FMI	135
Gráfico 2.24. Argentina; TCR y variaciones del TCR. Años 1990-1994. Datos anuales. Fuente; elaboración propia a partir de datos del FMI	137
Gráfico 2.25. Chile; TCR y variaciones del TCR. Años 1989-1994. Datos anuales. Fuente; elaboración propia a partir de datos del FMI	137
Gráfico 2.26. Argentina y Chile; reservas totales menos oro. Años 1989-1994. Datos trimestrales. Fuente; FMI.....	138

2.1 Introducción

El objeto de este apartado es el de destacar la importancia de los flujos internacionales de capital tal y como los entendemos hoy en día. Como se verá en posteriores apartados estos flujos han evolucionado tremendamente en las últimas décadas tanto en relación a su volumen como a las características de los mismos.

2.1.1 Importancia de los flujos internacionales de capital

Uno de los elementos más importantes de la evolución de las relaciones económicas internacionales en estos últimos años ha sido sin duda el espectacular aumento de los flujos internacionales de capital. Este creciente aumento hay que entenderlo dentro del proceso de cambio en la economía internacional, y muy particularmente en la vertiente financiera, que se ha venido produciendo en los últimos veinte años.

Día a día, como demuestran los más recientes acontecimientos, el papel del mundo financiero y de las corrientes financieras internacionales es más importante, tanto en lo referente a los volúmenes de activos negociados como a la rapidez con la que se realizan las operaciones en cuestión.

Este fenómeno afecta a la economía en su conjunto, y no puede ser de otra forma en una economía crecientemente globalizada, si bien, como ya mencionamos en la introducción el impacto que algunas de estas corrientes financieras pueden ocasionar en pequeñas economías que comienzan a abrir sus sistemas financieros al exterior y a recibir cuantiosas sumas de capitales procedentes de los países más desarrollados puede situar a dichas economías en posiciones tremendamente vulnerables.

2.1.2 ¿Qué son los flujos internacionales de capital?

Estos flujos financieros son el reflejo del trasvase de recursos en el ámbito internacional desde las unidades excedentarias de capital hacia aquellos agentes deficitarios que necesitan financiarse con recursos ajenos¹, por lo que los recursos buscan la mejor ubicación posible a escala mundial. A este punto podemos contraponer la aparente incapacidad de financiar eficientemente, aspecto este que se evidencia en ineficiencias como la concentración de flujos financieros en determinadas zonas geográficas o movimientos de capitales de tipo meramente especulativo con los consiguientes perjuicios que puede ocasionar para la actividad económica y la gestión de política económica.

Podemos citar a modo de ejemplos el elevado coste que supone la reversión de determinados flujos financieros en los Países en Vías de Desarrollo (PVD) o en los esforzados intentos de las autoridades monetarias por defender un tipo de cambio en caso de sufrir un ataque especulativo. En ambos casos los efectos de las

¹ Evidentemente estos agentes pueden tener características muy distintas. Se puede dar entre agentes de carácter público o privado, individual o colectivo etc.

crisis originadas incidirán en la economía financiera y en la real, piénsese en los casos de la crisis mejicana de 1994 o en la reciente crisis asiática.

2.1.3 Tipos de flujos, agentes que participan y características de los mismos

Genéricamente los flujos de capital cabe distinguirlos en cuatro grandes grupos, que responden a su función y a los agentes determinantes de los mismos.

- **Inversión extranjera directa (IED):** es aquel tipo de inversión por el que una empresa extranjera se instala o expande en otro país, por esto este tipo de inversión responde a las decisiones de las empresas transnacionales, jugando un papel fundamental los criterios de localización (porqué la empresa produce en varios países en lugar de producir en uno sólo), de *internalización* (qué es lo que la empresa decide producir por sí misma y qué no), y otro tipo de ventajas propias específicas relacionadas en general con la transmisión de tecnología². La evidencia empírica apunta hacia un vínculo entre la IED y el crecimiento económico, cuyo vínculo se justifica, según la teoría del crecimiento endógeno, en virtud del citado trasvase de tecnología³. Se trata de un tipo de flujos financieros relacionados de forma directa con las tendencias generales de la economía, ya que la mayor parte de la inversión directa depende en gran medida de las condiciones locales. Parece ser el tipo de inversión que se ajusta mejor a los cambios en las condiciones internas de las economías, tales como un aumento en la renta per cápita, mayor competitividad, la apertura de mercados y , en general, aquellos cambios de carácter estructural que generan confianza en el mantenimiento de una dinámica de crecimiento. A priori se supone que este tipo de inversión es a largo plazo y que no tiene un comportamiento tan volátil como el resto por lo que no implica un riesgo de reversión⁴.
- **Crédito bancario a largo plazo.** Se refiere al financiamiento procedente de los bancos comerciales privados. Ha perdido la importancia que mantuvo durante la década de los setenta al verse muy afectado por la crisis de la deuda en los años ochenta. Este tipo de financiación sigue jugando un papel importante si bien su peso relativo en la financiación de los mercados de capitales ha caído fuertemente (en especial la figura de los créditos sindicados) debido en gran medida a la preferencia tanto de los gobiernos como de las empresas de acudir al mercado de *bonos* o de acciones para financiarse así como por el espectacular desarrollo de los mercados de *derivados*⁵.

² La búsqueda de menores costes laborales, apertura de nuevos mercados, el aprovechamiento de capital humano o la subcontratación de pequeñas empresas para realizar determinadas labores fuera de la propia empresa, serán algunas de las decisiones que determinarán según las circunstancias el comportamiento de la IED.

³ De la misma forma, parece ser que para que se de el citado vínculo entre IED y crecimiento económico el país receptor ha de poseer un determinado nivel de capital humano.

⁴ No todos los autores comparten esta opinión; para Agosin (1997) la IED tiene tantas posibilidades de resultar volátil como los flujos de capitales a corto plazo.

⁵ Para ver la evolución en la fuentes de financiación internacional acudir al gráfico 2.1 del apéndice del capítulo que figura al final del presente capítulo.

- **Financiación Oficial al Desarrollo (FOD).** Nos referimos al conjunto de medios que los países desarrollados (o comparativamente ricos) dedican a la ayuda de los menos desarrollados y que puede recibir la forma de asistencia técnica, alimentaria, créditos blandos, préstamos especiales y donaciones de carácter multilateral, en condiciones concesionales (más favorables que las del mercado). Este término tan amplio engloba diversos tipos de financiación; en un primer nivel podemos dividirla en asistencia concesional y no concesional de la forma que mostramos a continuación:

Financiación oficial al desarrollo

Asistencia oficial al desarrollo

Donaciones (oficiales)

Créditos oficiales de carácter concesional

Bilaterales

Multilaterales

Créditos oficiales de carácter no concesional

Bilaterales

Multilaterales

Dejando de lado la problemática específica de estos flujos (grado de concesionalidad, criterios de asignación, justificación de estos flujos desde distintos puntos de vista etc.) cabría mencionar que en la actualidad se da lo que en terminología anglosajona se ha venido en llamar “aid fatigue”, es decir, un estancamiento de los montos dedicados a estos menesteres, tanto en la ayuda de tipo concesional como en la de tipo no concesional.

- **Flujos de portafolio.** Se trata de los flujos que han tenido una mayor expansión en las últimas décadas. Los principales protagonistas de estos flujos son los llamados *inversores institucionales* (fondos de pensiones, fondos de inversiones y sociedades de seguros). El volumen de las carteras de estas instituciones va a provocar que determinen en gran medida los flujos de capitales, si bien la problemática que se deriva de este tipo de corrientes se debe a su volatilidad y no a su mencionado volumen. Es en este tipo de corrientes de capitales donde se produce de forma más clara la mencionada desvinculación entre flujos de capitales e inversión productiva.

En el gráfico 2.1 del apéndice gráfico del capítulo podemos apreciar el extraordinario desarrollo de los mercados de *derivados* y la creciente importancia de la financiación en títulos, que para finales de 1994 llega a superar ampliamente a la financiación bancaria.

En el siguiente cuadro aparecen representadas, a modo de orientación y en un intento por sintetizar la complejidad de los flujos internacionales de capital, algunas de las múltiples relaciones que pueden darse a nivel internacional entre instituciones y organizaciones tanto de carácter privado como público.

<p>Sector Público hacia Sector Público:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▫ Asistencia Oficial al Desarrollo. ▫ FMI: en el desarrollo de su labor de garantizar el control de precios y liquidez de un país. ▫ AID (Asociación Internacional de Desarrollo): créditos a los países más pobres mediante créditos blandos. 	<p>Sector Público hacia Sector Privado:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▫ CFI (Corporación Financiera Internacional): a través de inversiones en empresas privadas mediante la compra de obligaciones convertibles en acciones. ▫ ONG (organizaciones no gubernamentales) ▫ Gobiernos: Actuaciones como prestamista de última instancia en crisis de instituciones financieras.
<p>Sector Privado hacia Sector Público:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▫ Banca internacional: créditos a gobiernos... ▫ Portafolio (inversionistas institucionales, inversores particulares...): compra de deuda pública. 	<p>Sector Privado hacia Sector Privado:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▫ IED (inversión extranjera directa) ▫ Portafolio (inversionistas institucionales): compra de acciones de empresas. ▫ AMGI (Agencia Multilateral de Garantía de Inversiones): creación de garantías asegurando las exportaciones, en PVD con alto riesgo-país. ▫ Banca internacional: créditos a empresas...

2.2 Los países en vías de desarrollo y los flujos de capitales

La importancia de las corrientes de capitales exteriores hacia los países en desarrollo, que trataremos en este apartado, se desarrolla en una doble vertiente; por un lado, los referidos capitales son recursos financieros de carácter escaso en la mayor parte de las economías en desarrollo y, por otro lado, la importancia del tema deriva del gran desarrollo que han vuelto a cobrar los flujos de capitales a principio de los años noventa después de que estas corrientes se interrumpiesen a raíz de la crisis de 1982.

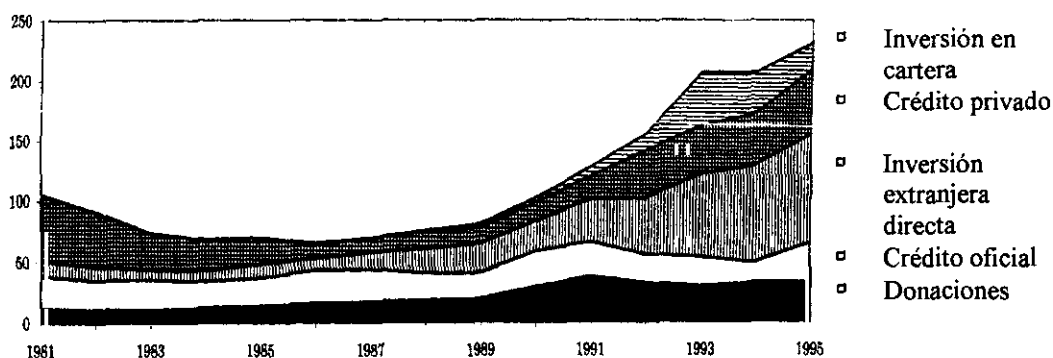
2.2.1 Composición de los flujos de capitales

En los siguientes apartados describiremos brevemente cual ha sido la evolución de los distintos tipos de capitales atendiendo a la clasificación que hemos realizado: ayuda oficial al desarrollo, inversión extranjera directa, crédito a largo plazo e inversión en cartera.

El gráfico 2.1 refleja la evolución de los distintos tipos de capitales hacia los países en vías de desarrollo. Tal y como se ha comentado anteriormente se puede apreciar el fuerte contraste entre la caída del financiamiento externo a los PVD a principios de los ochenta, el estancamiento durante prácticamente toda la década y el posterior aumento a partir de 1989.

En el gráfico indicado se aprecia claramente el estancamiento de los flujos de carácter oficial (crédito oficial y donaciones) que a penas ha variado en los catorce años que abarca el gráfico. La contracción y posterior expansión de los flujos de capitales se hace más evidente en el crédito privado que en cualquier otro tipo de financiación. La IED comenzó un lento camino de crecimiento a mediados de los ochenta si bien no comienza a crecer de forma dinámica hasta finales de la década de los ochenta. De la inversión en cartera cabe destacar la práctica inexistencia de la misma hasta 1989 y el progresivo desarrollo que ha mantenido hasta que en 1993 llega a superar en volumen al crédito bancario privado.

Gráfico 2.1
Países en Vías de Desarrollo⁶
 Afluencias netas de capitales extranjeros
 (millones de dólares)



Fuente: Gráfico extraído de “World Debt Tables 1996” (BM).

2.2.1.1 La Financiación Oficial al Desarrollo

Como ya mencionamos anteriormente la Financiación Oficial al Desarrollo (FOD)⁷ puede tener distintos grados de concesionalidad es decir, el término “oficial” está haciendo referencia a su origen no a su “caridad”. Puede tratarse de flujos bilaterales, que sería el caso de un gobierno que concede un préstamo de carácter preferencial a un PVD, o puede darse que el origen del flujo se realice en el seno de un grupo de países o una organización de estos, con lo que sería de tipo multilateral, este es el caso de los préstamos realizados por el Fondo Monetario Internacional (FMI) o el Banco Mundial (BM).

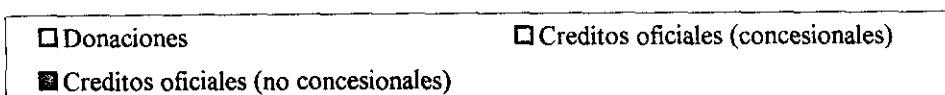
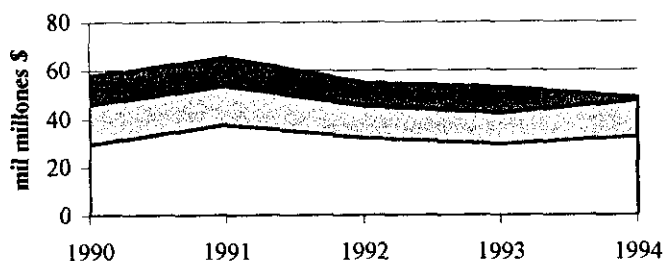
Por otra parte⁸ se puede apreciar como la financiación oficial al desarrollo se ha estancado en estos últimos años (véase el gráfico 2.2). En lo que se refiere a los créditos oficiales no concesionales se ha producido un retroceso, mientras que en los créditos oficiales concesionales se observa un claro estancamiento ya que su monto permanece prácticamente invariable desde 1990.

⁶ El ancho de las distintas bandas representa el monto de cada tipo de flujo y la línea que delimita la parte superior del gráfico representa la suma de todos los tipos de flujos.

⁷ Resulta de interés diferenciar entre dos términos similares, Ayuda Oficial al Desarrollo (AOD) y Financiación Oficial al Desarrollo (FOD). El segundo de estos términos envuelve al primero más otras series de préstamos a los países en desarrollo más ricos. Tan solo hablaremos de AOD si va dirigida a distintas categorías de países tales como los LIC (“Low Income Countries”, países de bajo ingreso), y los MIC (“Middle Income Countries”, países de medio ingreso).

⁸ Como en el gráfico anterior el ancho de las distintas bandas representa el monto de cada tipo de flujo y la línea que delimita la parte superior del gráfico representa la suma de todos los tipos de flujos, es decir, la Financiación Oficial al Desarrollo.

Gráfico 2.2
PVD
 Afluencia de capitales oficiales
 (miles de millones de dólares)



Fuente; BM.

Tal como se ha dicho durante los ochenta el estancamiento de este tipo de financiación ha sido si cabe mayor tal y como hemos podido apreciar en el gráfico 2.1.

Los países que dedican una mayor dotación a la asistencia oficial para el desarrollo son Estados Unidos, Japón y Alemania⁹.

La mayor parte de estos flujos se dedican a satisfacer a países de ingreso mediano bajo, si bien existe una fuerte disparidad en la asignación de los mismos¹⁰. En realidad no existe un acuerdo para clasificar las distintas categorías de países ya que podemos poner más énfasis en el ingreso per cápita o en el nivel real de desarrollo en base a otros tipos de indicadores sociales, y en cualquier caso

⁹ Estados Unidos y Japón aportan en torno a los 30 mil millones de dólares y Alemania aproximadamente 27 mil millones. Japón ha registrado un incremento vertiginoso en estos últimos años en relación a los montos de AOD si bien este país mantiene una serie de criterios un tanto paternalistas hacia los países hacia los que dirige estos capitales, tendiendo más al desarrollo de grandes proyectos que a la puesta en marcha de proyectos integrados. Si hablamos en términos relativos, atendiendo a la proporción del PIB que cada país dedica a la AOD, en lugar de atender a los montos totales, observamos que muchos países realizan un gran esfuerzo; éste es el caso de los Países Bajos (en torno al 0,8 % del PIB), Noruega, Dinamarca y Suecia en torno al 1% del PIB (los dos primeros superan esta cifra). Datos del "Informe sobre el Desarrollo Mundial de 1994, infraestructura y desarrollo" y de "World Debt Tables 1996" del Banco Mundial.

¹⁰ Existe una extrema dependencia de la AOD en los países de ingreso bajo, hasta el punto de que no resulta difícil que estos montos superen en algunos casos el 20-25% del PIB, se dan casos de mayor dependencia como en Mozambique (69,2 % del PIB), Nicaragua (47,6%) o Guinea Bissau (43,4%). Se trata de una situación altamente negativa puesto que los gobiernos nacionales prácticamente tan solo se molestan en algunos casos de hacerse con la ayuda exterior. (Datos del Informe sobre el desarrollo mundial 1994 del Banco Mundial).

Otra idea a destacar sobre la ayuda oficial al desarrollo es la importancia de los montos derivados de intereses políticos como pueda ser el caso de Israel (que percibe el mayor monto per cápita) si bien es verdad que ha habido un importante cambio en los criterios de asignación que se siguieron a raíz de la Guerra Fría y en la actualidad éstos han pasado a ser más objetivos.

siempre resulta un tema delicado decidir entre asignar entre los países que más lo necesitan o los que más lo merecen y mejor puedan aprovecharlo.

2.2.1.2 La inversión extranjera directa (IED)

En lo que atañe a la IED es de destacar la notable asociación regional existente; mientras que Estados Unidos mantiene un fuerte vínculo con América Latina, Japón se vuelca mayormente en su área de influencia en países como Corea o Taiwan y Europa se inclina más por los países del Este y en menor medida con Africa.

Al igual que ocurriera con la Financiación Oficial al Desarrollo, las dos principales fuentes de IED son Japón y USA, que acaparan cerca del 70% de la misma.

Como refleja el cuadro siguiente los países asiáticos figuran como principal destino de la IED y América Latina en segundo lugar. En realidad los flujos de inversión extranjera de la OCDE se dirigen a un grupo muy reducido de países; así los países en los que se concentran las inversiones son China y los países del sudeste asiático en el caso de Asia y Méjico en el caso de América Latina (véase cuadro 2.1).

Cuadro 2.1
PVD
Principales destinos de la IED por áreas geográficas
(miles de millones de dólares)

	1990	1993	1994
Países en vías de desarrollo	25,0	68,3	80,1
Africa Sub-Sahariana	0,9	1,8	3,0
Asia Oriental y Pacífico	11,0	37,9	43,0
Europa y Asia Central	2,1	8,3	8,4
América Latina y Caribe	7,8	15,7	20,8
Oriente Medio y Africa del Norte	2,8	3,8	3,7
Sur de Asia	0,5	0,8	1,2

Fuente: BM.

Por lo general lo que una empresa multinacional busca en el exterior no difiere de lo que busca en el país de origen, la mayor parte de la inversión extranjera directa depende fundamentalmente de las condiciones locales¹¹.

¹¹ Según Dunning (1992) diversos estudios se refieren a tres factores fundamentales que afectan a la IED: el tamaño del mercado local (Producto Interior Bruto), la tasa de crecimiento del PIB y el tipo de cambio y su variabilidad. Otros motivos como la cualificación de la mano de obra o las relaciones previas con un país (como en el caso de las excolonias) aparecen también como factores de importancia, mientras que el factor salarial o los motivos impositivos parecen tener una importancia secundaria frente a éstos.

2.2.1.3 Crédito bancario a largo plazo

El crédito bancario a largo plazo se caracteriza frente a la inversión extranjera directa por la generación de deudas con un valor nominal fijo en divisas convertibles, generalmente dólares norteamericanos. Como elementos en la determinación de este tipo de financiación juegan un papel fundamental los criterios de endeudamiento (Deuda/PIB) y capacidad de pago (existencia de recursos naturales, dinámica de las exportaciones etc.). En un entorno de información perfecta estos créditos deberían tener un riesgo muy bajo, si bien la experiencia nos demuestra que esto no ha sido así¹².

Las trágicas consecuencias que la elevada asunción de riesgos trajo consigo, junto con el desarrollo de nuevos instrumentos de financiación se han visto reflejados en la declinación del papel de la banca en la financiación a países a largo plazo.

Como muestra el cuadro 2.1 del apéndice estadístico del presente capítulo, en 1993 y 1994 se produjo un aumento de los préstamos bancarios que se habían mantenido estancados desde la crisis de la deuda hasta principios de los noventa.

Este fenómeno es igualmente apreciable en el ya citado gráfico 2.1 del presente capítulo y se hace evidente la contracción en el crédito privado con motivo de la crisis de la deuda, su posterior estancamiento a mediados de la década de los ochenta que se prolongará hasta finales de la década, momento en el que el crédito privado comienza a aumentar progresivamente hasta 1994.

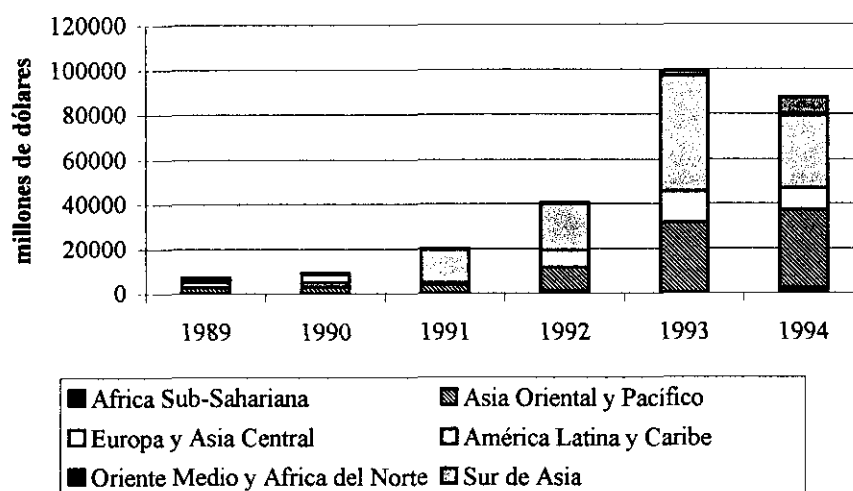
2.2.1.4 La inversión en cartera

En cuanto a la inversión en cartera, parece venir determinada por factores que inciden directamente sobre factores que erosionan la rentabilidad de la inversión en moneda extranjera (estabilidad del tipo de cambio y control de precios), así como la propia dinámica de los mercados de valores y la solvencia fiscal del país. Por otro lado también hay que destacar la notable influencia que ejercen sobre este tipo de inversión los factores no netamente económicos como puede ser el caso de los eventos de carácter político y social.

En el gráfico 2.3 podemos apreciar cómo se han desarrollado estos flujos a partir de 1989. América Latina y los países del sudeste asiático se convirtieron en los principales receptores de este tipo inversión exterior, viendo aumentar fuertemente las entradas de capitales en cartera entre los años 1990 y 1994.

¹² En los años setenta la banca internacional interpretó que los problemas de riesgo se habían superado con la asunción de las posibles pérdidas por parte del Estado; ésta es la política que se mantuvo prácticamente hasta que Méjico suspendió pagos en 1982.

Gráfico 2.3
PVD
 Flujos de inversión en cartera por áreas geográficas
 (millones de dólares)



Fuente: BM.

El gráfico anterior hace referencia a los flujos de acciones y de *bonos*¹³, ambos flujos han aumentado fuertemente durante el período 1989-1994 y en ambos casos son América Latina y el Sudeste Asiático las regiones que han recibido la mayor parte de estas corrientes. En los gráficos 2.2 y 2.3 del apéndice gráfico que figura a final del presente capítulo aparecen representados los flujos de capitales en acciones y *bonos* por regiones.

2.2.2 Evolución histórica de los flujos de capitales hacia los PVD

Los flujos de capital hacia los PVD han sufrido un gran cambio a partir de la segunda guerra mundial. Durante los años cincuenta y sesenta los flujos de capitales a nivel internacional reflejaban inversiones en proyectos concretos y financiaban al sector de la economía real; sólo en las últimas décadas se produce la desvinculación entre los flujos de capitales e inversión productiva. Tal y como señalan Ffrench-Davis y Reisen (1997) el desarrollo de los *euromercados* en los sesenta, la expansión de los créditos bancarios en los años setenta y muy especialmente el gran aumento de la inversión en cartera desde finales de los ochenta han roto el nexo entre los flujos de capitales exteriores y la inversión externa y hoy en día el vínculo entre capitales exteriores e inversión productiva resulta bastante incierto. Por otra parte parece claro que el efecto de los flujos de los capitales exteriores sobre las economías receptoras dependen más que nunca de las políticas que adopte la autoridad monetaria.

¹³ Al hablar de acciones nos referimos a títulos de participación de capital y al hablar de bonos se hace referencia a los títulos de deuda, que incluyen *bonos*, *pagarés*, *instrumentos del mercado monetario* e *instrumentos financieros derivados*.

A lo largo de los sesenta, este flujo de capital trajo consigo un crecimiento de los países endeudados que iba acompañado de un aumento en el endeudamiento externo.

El acceso de los PVD al mercado financiero se produce como confluencia de distintos factores, entre los que cabe destacar el rápido crecimiento en aquellos años del mercado financiero internacional. La fuerte expansión del mercado financiero arrastrando una serie de carencias institucionales en la banca internacional. En los sesenta ya había empezado a desarrollarse el mercado de *euromonedas*, que por sus características permite a la banca soslayar la regulación nacional, incluidos los controles de los movimientos de capital. De hecho el creciente desarrollo de los *euromercados* representa un intento de facilitar los flujos internacionales de capital y de eludir los controles de capitales que se practicaban desde el final de la segunda guerra mundial. Bajo el Sistema de Bretton Woods, que operó desde la segunda guerra mundial, existía la creencia de que la movilidad internacional de capitales era innecesaria, cuando no indeseable. Es por esta razón, que hasta principios de los setenta, con la caída de los tipos de cambio fijos, los países industriales no comienzan a dismantelar los controles de capital.

Este proceso de supresión de los controles de capital se hace esperar en los PVD donde comienza a finales de los años ochenta y principios de los noventa.

En los setenta la situación es opuesta a la que vivida tras la segunda guerra mundial; existe la creencia general de que el aumento de dimensión del mercado financiero respondía a la búsqueda de una mayor eficiencia.

Por otro lado, por parte de los endeudados, el pensamiento más común parecía ser el de que endeudarse era rentable, ante unos tipos de interés muy bajos o incluso negativos¹⁴. A esto cabe añadir que la inflación mundial estaba erosionando continuamente el valor de la deuda¹⁵ y que no existía transparencia en lo referente a la asunción de ésta. A este respecto llama la atención el hecho de que buena parte de la deuda privada sin garantía pública y de la deuda a corto plazo no figuraba en las estadísticas.

De esta forma se termina por contraer un gran volumen de deuda con la banca en éste período (véase cuadro 2.2 del apéndice del capítulo). A este respecto parece ser que jugó un papel determinante el hecho de que la banca internacional tenía un exceso de divisas como consecuencia de un incremento de las exportaciones de crudo de los PVD exportadores de petróleo.

Por parte de los países endeudados las reacciones fueron muy dispares. Unos, se dedicaron a acometer proyectos productivos de gran envergadura (Brasil, Corea), otros, (los menos) combinan la financiación de la inversión con un control del

¹⁴ Los tipos de interés bancarios (nominalmente superiores a los oficiales) terminaron siendo negativos durante mucho tiempo. El enorme flujo de fondos y la competencia de la banca por hacerse con los mercados internacionales fuerza a la baja los precios de los préstamos (Devlin y French-Davis).

¹⁵ La inflación internacional aumentó a una media anual del 2% en los sesenta y un 12% desde 1973 a 1981.

endeudamiento (Colombia) y un tercer grupo de países que tomaron más recursos de los que podían absorber de forma eficiente, lo que provocó fuertes déficit por cuenta corriente al verse forzados a la importación.

La inversión en cartera, si bien aumentó durante los setenta, siguió representando una pequeña fracción de los recursos externos disponibles. Mientras que la IED se reduce a menos de una quinta parte de la financiación neta total. Cabe la posibilidad de que el gran volumen de créditos bancarios se desplazase a la IED (CEPAL (1993)).

A finales de los setenta se produce una ruptura con la situación anterior, al fijar los países desarrollados como objetivo prioritario en sus políticas nacionales, el control de la inflación y crearse un empeoramiento en el contexto internacional, tras la que había sido una etapa de relajación de los tipos de interés y las corrientes financieras, y en la que se había producido el mencionado florecimiento del mercado del *Eurodólar* debido a un aumento de divisas en manos de los países de la OPEP.

La contención monetaria hace que los tipos de interés nominales se ajusten a la inflación internacional, y se pasa a una política macroeconómica y financiera restrictivas.

Desde 1977 los principales bancos norteamericanos establecidos en territorio latinoamericano comienzan a tratar de limitar la tasa de crecimiento de sus créditos, pero la entrada de nuevos bancos en la escena internacional permitió que ésta situación se prolongase prácticamente inalterada hasta la crisis bancaria de 1982.

En 1981 el contexto internacional es plenamente opuesto al que se había vivido durante largo tiempo. En un ambiente de recesión mundial, la relación real de intercambio (RRI) cae continuamente, se consigue detener la inflación en los países industriales, mientras los tipos de interés siguen subiendo y se generaliza la fuga de capitales en los países endeudados en vista de las negras expectativas. Los gobiernos han de enfrentarse al fin de la financiación exterior, la dificultad de atender al servicio de la deuda y con fuertes limitaciones al acceso del crédito internacional.

2.2.2.1 Los flujos hacia PVD; el cambio en los noventa

En los noventa los flujos de capitales se componen fundamentalmente de financiación de prestamistas privados a prestatarios privados. Las inversiones de origen privado hacia los países en desarrollo prácticamente se han cuadruplicado en cinco años (véase cuadro 2.2). La mitad de dichos flujos se concentran en el área de Asia Oriental y Pacífico, téngase en cuenta que en 1994 China acaparaba prácticamente la tercera parte de los flujos de capitales privados netos hacia los países en vías de desarrollo.

Existe un alto grado de concentración en este tipo de flujos, como se puede apreciar en el cuadro que figura a continuación, no sólo a nivel regional Asia Oriental y América Latina y el Pacífico perciben la mayor parte de las corrientes de capitales exteriores, sino que también existe un alto grado de concentración de

los flujos por países; resulta tremendamente clarificador el hecho de que los doce países que encabezan la recepción de dichos flujos de capitales acaparen prácticamente el 80% de los flujos netos.

Cuadro 2.2

PVD

Flujos de capitales privados por zonas geográficas
(miles de millones de dólares)

	1990	1991	1992	1993	1994
Países en vías de desarrollo	44,0	61,6	100,3	154,2	158,8
Africa Sub-Sahariana	0,2	1,0	0,3	-0,8	4,7
Asia Oriental y Pacífico	20,4	26,2	44,7	62,9	77,3
Europa y Asia Central	8,2	7,1	21,6	25,0	15,6
América Latina y Caribe	12,2	22,7	30,4	58,8	49,7
Oriente Medio y Africa del Norte	0,5	2,4	0,4	3,8	4,1
Sur de Asia	2,4	2,1	2,8	4,6	7,4

Fuente: BM.

La mayor parte de los flujos de capital está formada por flujos privados. La financiación oficial al desarrollo pierde importancia frente a los flujos privados. Recientemente se está produciendo un endeudamiento por parte de la banca comercial¹⁶, si bien para limitar el riesgo, está restringiendo los créditos a corto plazo, como intento de prevenir una situación como la que llevó a la crisis bancaria de los ochenta. El efecto fundamental de esta situación es la financiación a corto plazo de proyectos a largo plazo en los PVD, ante la imposibilidad de financiación a través de instrumentos a largo plazo. Sin embargo en los noventa el protagonismo de los flujos privados hacia los países en desarrollo recae en la inversión extranjera directa, que en 1994 representaba la mitad de los flujos privados netos hacia estos países.

¹⁶ En el gráfico 2.1 del capítulo se puede observar cómo a partir de 1991 produjo un aumento del endeudamiento de los PVD con la banca privada internacional.

2.3 Factores impulsores de las corrientes de capitales

Podemos decir que la inversión se fundamenta sobretudo en la confianza que infunde una economía (y aquí juegan un papel importante los ajustes y planes económicos llevados a cabo por PVD) y el factor rentabilidad/riesgo.

Como se pudo ver anteriormente los factores que determinan cada tipo de inversión son de carácter muy heterogéneo y dependiendo de cada situación estos flujos pueden tener unas veces un carácter sustitutivo y otras complementario. La AOD por ejemplo desempeña, con mayor o menor grado de acierto, una función compensadora frente a los fallos de mercado y no sólo en el sentido de suplir las necesidades relativas a la falta de provisión de bienes públicos (educación, infraestructuras, medioambiente) sino también en lo relativo a compensar los problemas derivados del racionamiento del crédito a los PVD (corregir fallos de mercado relativos a *información asimétrica*¹⁷).

2.3.1 Factores de carácter genérico

Como mencionó anteriormente al referirnos a la inversión extranjera directa, en este tipo de flujos de capitales juegan un papel importante los criterios de localización y de internalización de las empresas multinacionales, pasando a un primer plano motivaciones como la producción en países con menor coste laboral (o de otra clase de insumos), la liberalización del comercio en los PVD o la ampliación de mercados en países con aumentos significativos de la renta per capita.

En cada uno de los tipos de afluencias de capitales exteriores, los factores en los que se basan las inversiones pueden variar. Así se puede hablar de dos tipos genéricos de causas que motivan la afluencia de capital a PVD; las primeras son los cambios en las condiciones externas y las segundas son los cambios en las condiciones internas. Adicionalmente, se puede definir un tercer condicionante, que es debido a los “efectos de amplificación” con que se denominan las modas o reacciones exageradas en los mercados financieros.

Como cambios en las condiciones externas que han motivado un aumento de los flujos de capitales a los PVD figuran una bajada de los tipos de interés en el mercado internacional¹⁸ o una caída en el ritmo de crecimiento de los países industrializados.

En efecto, tal y como se puede contrastar en los siguientes tres cuadros, el cambio sufrido en las principales economías desarrolladas durante los últimos años de la

¹⁷ El papel de instituciones como el FMI y el BM consistiría en ofrecer señales a los mercados para determinar cuales de las inversiones implican un mayor o un menor riesgo y de esta forma suplir las carencias de información relativas a los PVD. Por lo general en la práctica resulta muy complicado determinar cuándo un problema es de tipo temporal o estructural, de liquidez o de solvencia.

¹⁸ Una caída significativa de la tasa *LIBOR* a corto plazo, que es mayor en términos reales. Las tasas de interés a largo plazo también se reducen, pero en menor medida. Véase cuadro 2.3 del apéndice final del presente capítulo.

década de los ochenta y primera parte de los noventa ha producido un cambio en el escenario mundial que ha determinado en gran medida la afluencia de flujos exteriores a estos países. Como se puede apreciar en los gráficos que aparecen a continuación, este cambio de escenario viene liderado por la caída de los tipos de interés en los países industrializados y de forma más radical en el caso de los Estados Unidos desde finales de los ochenta. Este hecho ha propiciado el aumento de capitales hacia los mercados emergentes en busca de mayores rentabilidades.

En el gráfico 2.6 se puede ver cómo la zona asiática y América Latina han sido los principales receptores de los citados flujos de capitales desde finales de los ochenta y cómo este aumento de los flujos coincide con la caída de los tipos de interés en los países industrializados así como con una desaceleración en el crecimiento de éstos tal y como se puede apreciar en los gráficos 2.4 y 2.5. Sin embargo algunos autores señalan la mayor importancia que han mantenido las emisiones internacionales de *bonos* frente a la evolución de los tipos de interés en los países industrializados y consideran que ésta es la principal diferencia de los nuevos episodios de entradas de capitales a los PVD a partir de 1990 respecto a los anteriormente existentes¹⁹.

¹⁹ Este es el caso de Antzoulatos (1997) que explica cómo la importancia de las emisiones de internacionales de bonos en el caso de Argentina, Brasil y México fueron el principal determinante de los flujos de entrada de capitales.

Gráfico 2.4
Estados Unidos, Alemania y Japón
 tipo de interés a corto plazo²⁰

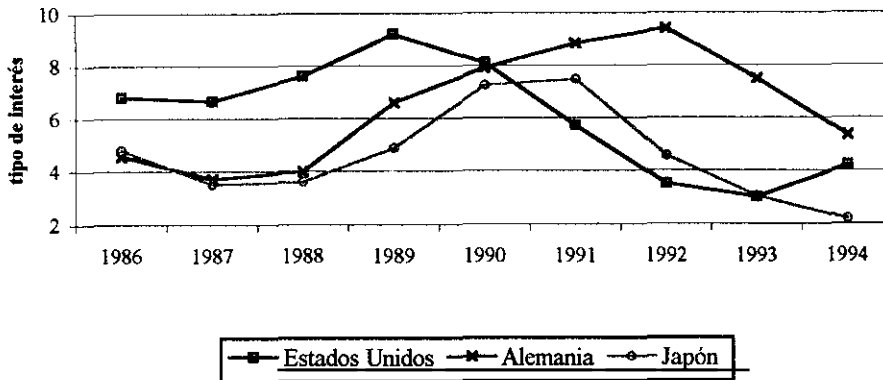


Gráfico 2.5
Estados Unidos, Alemania y Japón
 Crecimiento del PIB
 (variaciones porcentuales respecto al año anterior)

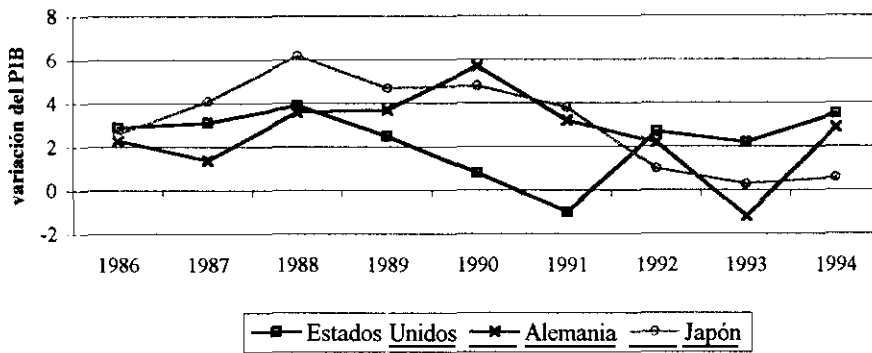
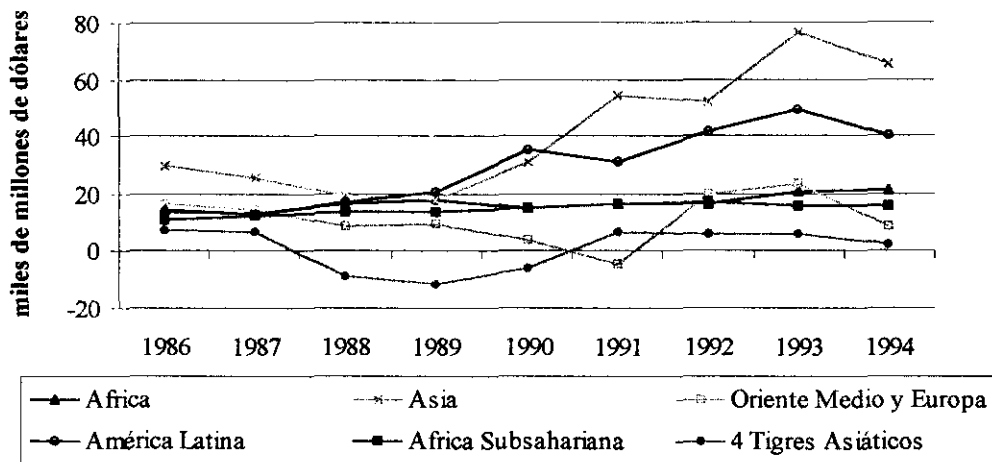


Gráfico 2.6
PVD
 Financiación externa por regiones
 (miles de millones de dólares)



Fuente: FMI.

²⁰ Los tipos de interés a corto plazo corresponden a los del *mercado monetario* expresados en promedios del período.

2.3.1.1 El diferencial de tipos de interés y las políticas internas

Un aumento del diferencial de tipos de interés en los PVD respecto a las principales economías puede originar una afluencia de capitales en busca de rentabilidad mientras que en los países receptores se pueden producir síntomas de calentamiento en función del flujo²¹. La contrapartida de éste tipo de flujos, es que existe el riesgo de que cambien de sentido y se produzca una salida de capitales en el momento en que varíen las condiciones exteriores que produjeron la afluencia de los mismos.

Por otro lado, como determinantes de estos tipos de afluencias de capitales aparecen los cambios en las condiciones internas (en las condiciones económicas de los propios PVD). Si la política interior está encaminada hacia cambios estructurales, que tienden a promover la competitividad y una mayor productividad, se conseguirá un mayor equilibrio y sostenibilidad de las inversiones extranjeras. Los efectos sobre la actividad, los precios y la balanza de pagos, en este caso, y en la medida en que respondan a cambios estructurales, no serán síntomas de recalentamiento, sino de ajuste.

La restricción del crédito interno es otra forma de política económica que tiende a aumentar los diferenciales de tipos de interés con el exterior y por tanto a propiciar las entradas de capitales exteriores, si bien no tiene los efectos de la anterior ya que su efecto es el aumento de las reservas oficiales y esto obstaculiza en gran medida el control del dinero circulante y la inflación; su repercusión sobre la inversión y el crecimiento es mínima.

En referencia al caso particular de las inversiones privadas en cartera, se pueden citar como causas importantes de recepción de este tipo de corrientes: la mejora de las condiciones económicas fundamentales, las expectativas de crecimiento, las privatizaciones, la apertura de los mercados de capitales, el traspaso de la carga de generación de crecimiento económico al sector privado, el mayor rendimiento del capital debido a los diferenciales de tipos de interés, etc. Mientras que para la IED, parecen jugar un papel más importante razones como pueden ser: la producción en un determinado país por un menor coste de insumos, las estrategias de las empresas transnacionales, la captación de mercado como consecuencia de un aumento de la renta per cápita o la liberalización del comercio y la inversión. Es por esto, que las causas que motivaron los flujos son muy diversas, al igual que los efectos que éstos pueden provocar en las economías receptoras.

Nos encontramos con que dependiendo de múltiples factores, los efectos de un incremento de flujos de capitales a un determinado país, puede tener efectos positivos y/o negativos. Aparece la posibilidad de crecimiento económico a través de un aumento de la inversión que complementa el ahorro interno y el aumento de divisas.

²¹ Naturalmente, el tipo de interés no es factor suficiente que asegure la afluencia de capital a un país. Junto con los diferenciales de tipos de interés y en general, al hablar de la inversión, hay que sopesar el factor riesgo. Son normalmente los tipos de interés más altos, los que llevan aparejados riesgos más altos. Esto es lo que se conoce como "prima de riesgo".

2.3.1.2 Los pros y los contras de la afluencia de capitales exteriores

Durante el bienio 1991-1994 los flujos de capitales hacia los países en vías de desarrollo han eliminado la restricción externa y la recesión económica de los ochenta. Sin embargo dichos flujos de capitales exteriores no están exentos de generar problemas, especialmente si el peligro de que la situación se invierta es alto, fomentando la inestabilidad macroeconómica, disparando el consumo y el crédito interno, la inflación, la acumulación de pasivos externos de corto plazo, el tipo de cambio real y por consiguiente, el déficit por cuenta corriente. En realidad en el fondo de la cuestión subyace el problema de la volatilidad macroeconómica y ,más concretamente, la irregularidad en el ritmo de crecimiento (PIB real) de las economías en vías de desarrollo que puede acompañar a una situación de incertidumbre derivada de la alta dependencia de unos flujos de capitales que dependen de factores exógenos y que colocan a la economía receptora en una situación de alta vulnerabilidad. No es de extrañar por tanto que los flujos de capitales aparezcan en muchas ocasiones como uno de los principales factores de inestabilidad y que se vean estrechamente vinculados con determinantes de tipo político y social²².

2.3.1.3 La diversidad de los capitales exteriores

Podemos hablar de una multiplicidad, que afecta no sólo a las motivaciones y destino de la inversión, sino que también se ha extendido al origen de la misma. Esta diversificación se pone de manifiesto fundamentalmente en aquellos flujos que están experimentando un mayor crecimiento. Así, las fuentes de los flujos de fondos que se dirigen a PVD (en un principio asociados con la vuelta de capitales fugados) se han diversificado enormemente en los últimos años. Este capital tiene ahora orígenes muy variados²³: fondos administrados, inversionistas institucionales (fondos de pensiones y compañías de seguros de vida), y los ciudadanos no residentes de los países en cuestión por citar algunos.

2.3.1.4 Etapas de los flujos de capitales en los noventa

También es verdad que acerca de la evolución de los flujos de capitales en los años noventa podemos hablar de distintas etapas diferenciadas. El aumento de los flujos de capitales hacia los PVD se ha visto interrumpido por la irrupción de la crisis de Méjico en 1994 y más recientemente con la crisis asiática. Ambas crisis han traído como consecuencia la interrupción o salida de capitales hacia los PVD y tras las crisis se ha producido la progresiva recuperación de las corrientes financieras.

²² En Gavin y Hausmann (1996) los flujos de capitales aparecen efectivamente como uno de los factores fundamentales de la volatilidad macroeconómica junto a elementos como la volatilidad monetaria, volatilidad fiscal, términos de intercambio, inestabilidad política, profundidad de los mercados financieros y régimen de tipo de cambio.

²³ Como ya señalé anteriormente, la escasa diversificación era una de las características de etapas anteriores, en las que los fondos se concedían por parte de la banca comercial a gobiernos fundamentalmente.

2.4 Los flujos de capitales hacia América Latina

Durante las décadas de los setenta, ochenta y noventa los flujos de capitales exteriores han afectado de muy diferente forma a la región latinoamericana. Durante los años setenta la afluencia de capitales exteriores se tradujo en un aumento del producto interior y la inversión de las economías de la región²⁴, pero también en un notable endeudamiento frente al exterior como denota el elevado déficit por cuenta corriente (ver cuadro que figura a continuación) y como pondría en evidencia la crisis de 1982. Los años que siguen a la crisis de la deuda hasta finales de la década vienen marcados por la parálisis económica y la escasa afluencia de capitales extranjeros hacia la región. Es a finales de los años ochenta y hasta el advenimiento de la crisis mexicana cuando se produce un nuevo aumento de los flujos exteriores hacia la región y un aumento del producto; sin embargo, tal y como sucediera en la década de los setenta las economías de la región volvieron a mostrar elevados déficit por cuenta corriente y niveles de formación bruta de capital y de ahorro interno inferiores que los que se registrasen en la década que precedió a la crisis de la deuda. En la primera mitad de los noventa la inversión creció a un ritmo mucho menor que la afluencia de capitales exteriores dado que gran parte de estos flujos de capitales se dedicaron a la adquisición de *bonos*, acciones y en los procesos de privatización llevados a cabo en los principales países de la región (véase cuadro 2.3). Todo parece indicar que los citados flujos externos acabaron por desplazar el ahorro privado interno verificándose una relación de sustituibilidad y no de complementariedad entre el ahorro interno y el ahorro externo²⁵.

Cuadro 2.3
América Latina*
Entradas de capitales y principales indicadores macroeconómicos
(como porcentaje del PIB)

	1976-1981	1982-1990	1991-1994
Entradas netas de capitales	4,9	1,2	4,9
Déficit por cuenta corriente	3,9	1,0	3,4
Formación bruta de capital	24,0	16,7	17,9
Ahorro	20,1	15,7	14,5
Crecimiento del PIB	5,5	1,6	3,6

*Las cifras corresponden a los 19 principales economías de América Latina (PALs).

Fuente: CEPAL.

²⁴ La segunda mitad de la década de los setenta fue testigo de un aumento de la inversión en capital fijo que no ha tenido precedentes en la región.

²⁵ La existencia de un coeficiente de sustitución entre el ahorro interno y el externo se desprende del trabajo de Uthoff y Titelman (1997).

Los principales receptores de flujos de capitales en la región quedan recogidos en el cuadro 2.4. Como se puede apreciar existe una altísima concentración de los flujos de capitales que se dirigen hacia la zona. Tan sólo México acapara más del 70% de los capitales exteriores hacia la región latinoamericana, y entre los cuatro principales receptores de fondos alcanzan más del 90% del total.

Cuadro 2.4
América Latina
Principales países receptores de capitales exteriores
(millones de dólares)

	1990	1991	1992	1993	1994	Media del período
México	9669	22861	26187	30632	11752	20220,2
Argentina	-5169	-159	7143	10400	9157	4274,4
Chile	2874	1143	3247	2499	3793	2711,2
Brasil	-5702	-3974	4550	6870	7751	1899,0
Colombia	68	-586	374	2567	3381	1160,8
Perú	-1071	161	818	895	3494	859,4
Paraguay	287	687	650	1023	1143	758,0
Total 7 países	956	20133	42969	54886	40471	31883,0
América Latina	-7372	21723	47003	59477	38009	31768

Fuente: FMI.

Si se hace referencia a la recepción de fondos en términos relativos, es decir, en función del peso de estos frente al producto interior bruto, los principales países receptores de fondos durante el período 1991-1994, según estimaciones de la CEPAL, serían Perú (en torno al 13% del PIB), Paraguay, Bolivia y Honduras (estos tres últimos recibieron entre el 8-10% del PIB), México y Guatemala (alrededor del 7,5% del PIB). El volumen de flujos que recibe Chile durante dicho periodo se sitúa por encima del 6% mientras que Argentina apenas si llega al 5% del PIB²⁶.

En 1995 la tendencia seguida por los capitales hacia la región se invierte y pasa a ser negativa (-10600 millones de dólares)²⁷ cuando la transferencia positiva a la región había sido de 11500 millones de dólares en 1994 y 34000 millones en 1993, si bien no parece que la crisis mejicana pueda ser el único factor explicativo de esta reversión ya que estos flujos comenzaron a ser negativos en 1994. En cualquier caso los flujos de capitales retornaron con vigor nuevamente en 1996.

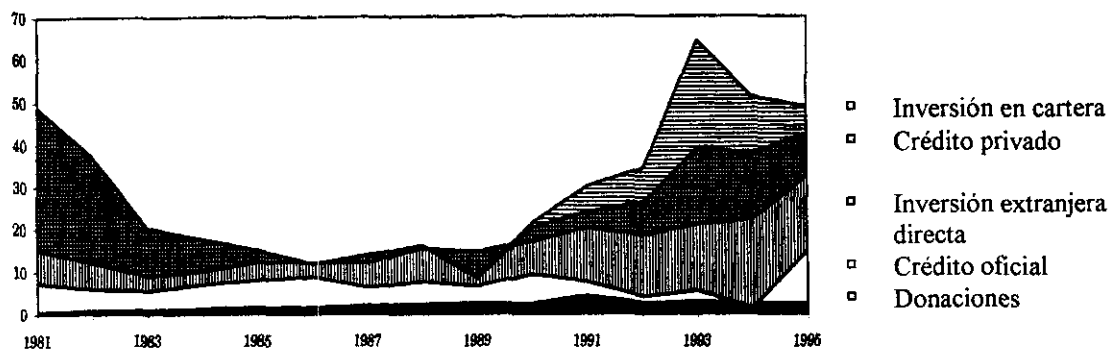
En el gráfico 2.7 se puede comprobar cómo la caída de los flujos de capitales hacia la región en los primeros años de la década de los ochenta, así como el fuerte aumento de éstos en los noventa, se produce con mayor virulencia que en el grueso de los PVD (gráfico 2.1 del apartado 2.2.1). Igualmente se aprecia

²⁶ Según estimaciones propias realizadas en base a datos del FMI esta cantidad se aproxima, sin llegar, al 4% del PIB.

²⁷ Estas cifras excluyen financiamiento excepcional de la balanza de pagos, que en Argentina, Méjico y Nicaragua alcanzó los 29.000 millones de dólares en conjunto.

claramente la importancia que mantuvo el crédito privado hacia la región y la drástica caída de éste ante la crisis de 1982.

Gráfico 2.7
América Latina
 Flujos de inversión extranjera netos hacia la región
 (precios corrientes, miles de millones de dólares)



Fuente: Gráfico extraído de “World Debt Tables 1996” del Banco Mundial.

2.4.1 Los flujos de capitales de carácter oficial

La tendencia de la financiación de carácter oficial hacia la región latinoamericana no difiere sustancialmente de la tendencia general hacia los países en vías de desarrollo. Como se puede apreciar en el gráfico anterior se produce un estancamiento de la financiación oficial hasta los noventa y una caída de la misma desde los primeros años de la década. Esta caída se debe fundamentalmente a la evolución, marcadamente decreciente, del crédito oficial, mientras que las donaciones permanecen estancadas. En 1995 se produce un fuerte aumento de este tipo de financiación como consecuencia de la puesta a disposición de algunos países de la zona (México y Argentina) de importantes paquetes de ayuda a raíz de la crisis mexicana.

Al contrario de lo descrito para los flujos de capitales de carácter oficial, los flujos de carácter privado (crédito bancario privado, inversión extranjera directa e inversión en cartera) han tenido un desarrollo espectacular en la región desde finales de los ochenta.

2.4.2 La inversión extranjera directa

Es precisamente en este tipo de financiación donde la región ha conseguido sustentar la inversión exterior en el largo plazo y prueba de esto es la escasa repercusión que la crisis de finales de 1994 ha tenido en la inversión directa registrada en 1995. La inversión extranjera directa ha venido creciendo de forma progresiva desde finales de los ochenta y se ha convertido, acaparando la cuarta parte de la IED hacia los países en vías de desarrollo, en la segunda zona receptora de este tipo de inversión después de los países de Asia Oriental y Pacífico (véase de nuevo el cuadro 2.1 del apartado 2.2.1).

2.4.3 El crédito bancario

La década de los ochenta en el ámbito latinoamericano supuso el fin del crédito bancario hacia la zona, que a finales de dicha década era prácticamente inexistente. La década de los noventa ha visto renacer, de forma tímida y sin recuperar la importancia que ostentó a finales de los setenta, la financiación procedente de los bancos comerciales.

2.4.4 La inversión en cartera

Sin duda alguna la inversión en cartera ha sido la gran protagonista de los flujos de capitales hacia la región en la década de los noventa. Dicho protagonismo deriva del hecho de ser una forma de financiación desarrollada para estos países en los últimos años de la década de los ochenta y que ha supuesto sin duda una importante fuente alternativa de recursos.

Tal como indicamos cuando describimos cada uno de los tipos de flujos de capitales, se trata de un tipo de inversión con unas connotaciones específicas entre las que figuran la posible determinación de los mismos en variables de carácter exógeno, los nuevos dilemas de política económica que genera la recepción de los mismos o el riesgo que se puede asumir la región en función de la dependencia frente a estos flujos.

2.5 Los flujos de capitales hacia Argentina y Chile²⁸

A la hora de abordar de forma pormenorizada el estudio de los flujos de capitales conviene partir diferenciando lo que son los flujos de capitales en términos brutos y en términos netos²⁹.

En términos netos, los flujos de capitales representan la contrapartida financiera de la venta de bienes y servicios a no residentes, y por lo tanto su cuantía viene representada por el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente. Su mayor o menor volumen y su evolución en el tiempo reflejarán la solvencia del país en cuestión frente al resto del mundo, es decir, su mayor o menor riqueza. Hay que considerar que está directamente relacionada con el distanciamiento entre el ahorro e inversión de los países, ya que en la medida en que la economía no es capaz de general los recursos para cubrir la inversión, debe acudir al ahorro exterior. Los flujos de capitales netos suponen una transferencia intertemporal (el consumo se pospone al futuro en caso de que el exceso de ahorro interior se dirija al exterior y por el contrario el consumo se anticipa a la capacidad de ahorro de la economía si existe déficit por cuenta corriente) y por este motivo los motivos que afecten al ahorro y al consumo interno afectan a este tipo de flujos.

Los flujos de capitales en términos brutos hacen referencia a la liquidez y exposición de la economía frente al exterior puesto que reflejan el simple comercio de activos financieros entre el país y el exterior. Su cantidad durante un período dado vendría determinada por las compras brutas de activos exteriores menos las ventas en dicho período. Este tipo de flujos permite a empresas y particulares ajustar sus preferencias de financiación a través de la gestión de sus carteras de activos y, por tanto, las decisiones relacionadas con la liquidez y gestión de riesgo de los agentes económicos influirán en gran manera en este tipo de flujos³⁰. El estudio de estos flujos se realiza sobre la base de la estructura de la cuenta de financiera de la balanza de pagos.

Los determinantes y efectos de unos y otros varían ya que la relación de ambos no es clara y resulta difícil cuanto menos encontrar vínculos de forma empírica de estos e incluso en el propio vínculo de ambos tipos de flujos (netos y brutos). La evidencia demuestra que pueden darse casos de elevados flujos en términos brutos con reducidos flujos en términos netos y viceversa. Para Goldstein, Mathieson y Lane (1991) durante los últimos veinte años se han producido determinados episodios que no permiten hablar de la existencia de vínculos genéricos de forma estricta, y que por el contrario determinadas particularidades macroeconómicas

²⁸ Son numerosos los estudios que tratan la entrada de capitales hacia Argentina y Chile y que han contribuido al desarrollo del presente apartado. Para el caso de Chile caben destacar los trabajos de Schadler, Carnovik, Bennet y Kahn (1993), y más recientemente, Lee (1996) y Agosin (1997). En el caso de Argentina por citar algunos de los más significativos; Antzoulatos (1997) y Frenkel, Fanelli y Bonvecchi (1997). En cuanto a metodología ha sido de gran ayuda el trabajo de Zamorano (1998).

²⁹ Tal y como señalan Zamorano (1998) y Goldstein, Mathieson y Lane (1991).

³⁰ En cualquier caso en este capítulo se estudiarán los diferentes determinantes de este tipo de flujos financieros así como su evolución.

(particular fundamental) y distorsiones han jugado un papel fundamental en la explicación de los flujos³¹.

De la misma forma, los efectos también son diversos. En el caso de los flujos en términos netos la variación de los mismos incidirá directamente sobre las expectativas de los agentes nacionales (mayor o menor solvencia) y por tanto repercutirá en la demanda agregada, bien en activos reales o financieros nacionales o exteriores. En el caso de las variaciones en los flujos brutos los efectos vienen por parte de la exposición (y por tanto dependencia) de la economía nacional (y no nos referimos tan sólo al sector financiero) frente al exterior.

2.5.1 Los flujos de capitales en términos netos

Si los flujos de capitales en términos netos representan la contrapartida financiera de las operaciones corrientes del país frente al resto del mundo, es decir, compra y venta de bienes y servicios, la cuantía de estos flujos durante un año vendrá dada por el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos. La evolución de los saldos y la estructura de dicha cuenta corriente a lo largo del tiempo indican no sólo la marcha de los flujos financieros sino también el uso que se da a este financiamiento y por lo tanto puede ayudar a entender por qué la economía aumenta o disminuye su riqueza.

2.5.1.1 El saldo de la cuenta corriente

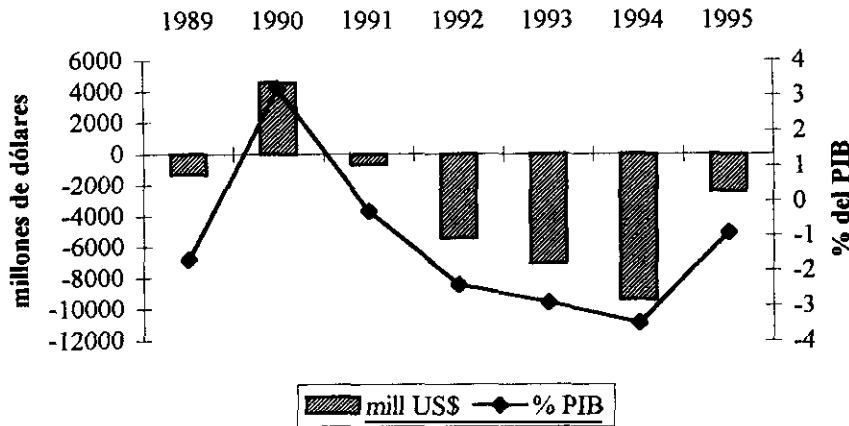
Como ya se ha comentado, el saldo de la cuenta corriente por definición refleja la necesidad de financiación de una economía (en caso de déficit) o el exceso de ahorro sobre las necesidades de financiación internas (caso de superávit) y la preocupación y seguimiento de la cuenta corriente se justifica en virtud de mantener la disciplina necesaria para mantener los acuerdos cambiarios a los que se ha comprometido dicha economía (en nuestro caso Argentina y Chile) así como por conseguir una senda de crecimiento sostenido y solvencia del país a largo plazo.

Vamos a considerar por tanto que la corrección de los desequilibrios de la cuenta corriente constituye por tanto un objetivo de carácter prioritario para estos dos países.

Como se puede observar en el gráfico 2.8, durante el período 1989-1994, con la excepción de 1990, el saldo de la cuenta corriente en Argentina, tanto en términos absolutos como relativos, es crecientemente deficitario.

³¹ En concreto cita los episodios de grandes salidas de capitales en Alemania durante los años 1987 al 1989, las masivas entradas de capitales en Estados Unidos durante el período 1981 a 1985, y en referencia a los PVD las fugas de capitales en el período 1977- 1984.

Gráfico 2.8
Argentina
 Cuenta corriente



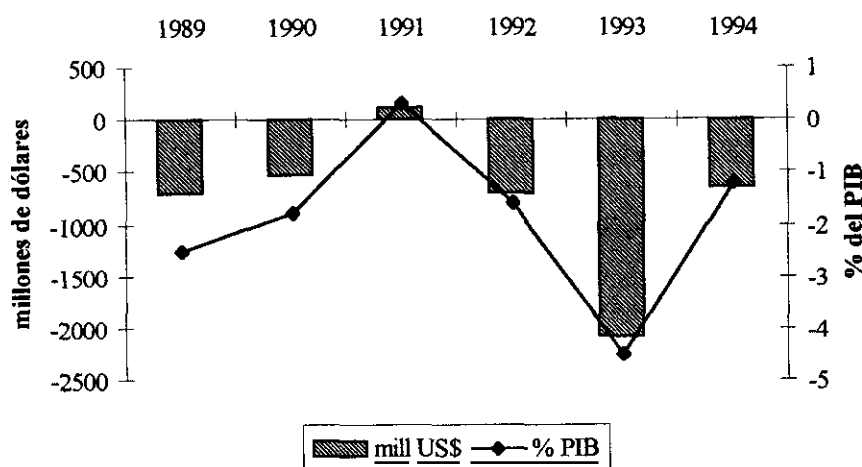
Fuente: FMI.

Según la evolución de la cuenta corriente Argentina a partir de 1990 deberá importar capitales que financien (bien su inversión bien su consumo, esto se verá más adelante cual es el destino de estos capitales exteriores) el alto ritmo de crecimiento en este período. Recordemos que la media de crecimiento anual del producto entre los años 1991 y 1994 se sitúa en el 9%.

El creciente saldo deficitario que muestra la cuenta corriente argentina implica un aumento de los pasivos financieros frente al resto del mundo.

Tal como muestra el gráfico 2.9 el caso chileno es similar al argentino; el país en el período de estudio incurre en déficit (a excepción del año 1991) si bien el nivel medio de déficit en el período es de 1,9% del PIB mientras que en el caso argentino la media es algo inferior (debido al superávit de 1990) y ronda el 1,3% del PIB. A primera vista esto implicará la necesidad de financiación de la economía chilena, dada la insuficiencia de ahorro doméstico para cubrir la demanda de fondos.

Gráfico 2.9
Chile
Cuenta corriente



Fuente: FMI.

2.5.1.2 Las contrapartidas de la cuenta corriente

El análisis de los distintos componentes de PIB, sobre la base del sistema de cuentas nacionales, resulta un método sencillo y eficaz para determinar las consecuencias que ha provocado la aparición y mantenimiento de un déficit por cuenta corriente. Esto es lo que se va a realizar a continuación para Argentina y Chile.

Antes de proceder al análisis de los componentes del PIB se deberá tener en cuenta que una variación de las exportaciones netas implica una variación de signo contrario en la demanda interna, ya que el producto nacional que no se demanda en el país se exporta, es decir, por definición la demanda interna más las exportaciones netas son iguales al PIB. La demanda interna se compone del consumo público, del consumo privado, de la formación bruta en capital fijo y de la variación de existencias ya que lo que se demanda en una economía se dedica a consumo (bien por parte de agentes privados o públicos) o a inversión y si no es así se acumula. Por otro lado las exportaciones netas se componen de importaciones de bienes y servicios y de exportaciones de bienes y servicios.

Como ya se ha mencionado un aumento en la participación de las exportaciones netas en el PIB debe provocar una contracción en el lado de la demanda interna, por lo menos en alguno de sus componentes.

Este tipo de análisis, de carácter contable, no determina ningún tipo de causalidad pero ofrece una clara visión del cambio de la estructura de distribución del producto a nivel nacional que ocasiona un déficit por cuenta corriente.

En el cuadro 2.5 aparece la participación de la demanda interna y de la demanda externa en el producto de la economía para el período 1989-1994. Como se puede apreciar, en Argentina se produce un deterioro de la cuenta corriente desde 1989, debido tanto a un aumento de las importaciones como a una importante caída de las exportaciones. La contrapartida interna fue un aumento del consumo privado

(4,2 puntos porcentuales) y un aumento similar (4,4 puntos porcentuales) de la inversión. A priori parece que la contrapartida se ha igualado entre consumo e inversión privada, y se piensa que a priori porque queda por saber cuál ha sido el comportamiento del consumo público y de las existencias. Todo hace indicar que el consumo público se ha reducido en el período en cuestión ya que de permanecer invariable éste y las existencias, no podría haberse producido un aumento tal elevado del consumo privado y de la formación bruta en capital fijo, que han registrado un aumento de 8,6 puntos porcentuales del PIB, ya que la caída de las exportaciones netas (y por tanto el aumento de la demanda interna) es de 6,1 puntos porcentuales.

Cuadro 2.5

Argentina

Contrapartidas de la cuenta corriente³²
(como porcentaje del PIB)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Consumo privado ³³	78,0	80,3	83,6	84,8	83,6	82,4
Formación bruta de capital fijo	15,5	14,0	14,6	16,7	18,2	19,9
Exportaciones	13,1	10,4	7,7	6,7	6,3	6,8
Importaciones	6,6	4,6	5,9	8,2	8,1	9,1
Exportaciones netas	6,5	5,7	1,8	-1,5	-1,8	-2,3

Fuente: FMI.

Cabe mencionar que en 1989 Argentina partía de uno de los niveles de formación bruta en capital fijo más bajos de la región y que la diferencia con los niveles mantenidos con Chile era todavía mayor, teniendo en cuenta que el nivel de consumo privado medio para el período 1989-1994 en Chile supera en veinte puntos porcentuales al nivel medio de Argentina para el mismo período.

En Chile (véase cuadro 2.6) a partir de 1991 se produce un importante deterioro de las exportaciones netas, llegando a ser negativas en 1993. Este deterioro de la cuenta corriente durante el trienio 1992-1994 ha venido dado como consecuencia de una caída de las exportaciones de bienes y servicios que ha tenido como contrapartida un importante aumento de la inversión a partir de 1991. Todo apunta a que el deterioro de las exportaciones ha implicado un aumento de la formación bruta de capital fijo durante el citado trienio en cuatro puntos porcentuales (muy semejante a la registrada en Argentina para el período 1989-1994) mientras que para el mismo período el consumo privado apenas si aumenta medio punto porcentual y el público desciende levemente (0,2 puntos porcentuales). Esto significa que la contrapartida del déficit por cuenta corriente, fundamentalmente a partir de 1991 se basó en un aumento de la inversión.

³² A diferencia de Chile, para Argentina no se han encontrado datos de consumo público.

³³ En el caso de Argentina carecemos de datos sobre consumo público y variación de existencias.

Cuadro 2.6
Chile
 Contrapartidas de la cuenta corriente
 (como porcentaje del PIB)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Consumo público	9,9	9,8	9,5	9,4	9,7	9,3
Consumo privado	60,1	60,5	62,0	62,4	63,8	62,5
Formación bruta de capital fijo	23,0	23,3	20,9	22,7	25,6	24,3
Aumento de existencias	2,5	3,0	3,6	4,1	3,2	2,5
Exportaciones	35,0	34,5	32,8	29,8	26,6	28,2
Importaciones	30,5	31,0	28,9	28,3	28,9	26,8
Exportaciones netas	4,5	3,4	4,0	1,5	-2,3	1,4

Fuente: FMI.

La diferencia fundamental que encontramos en los dos déficits de cuenta corriente en Argentina y Chile es la casi total contrapartida en inversión en el segundo de los casos mientras que para Argentina la contrapartida se produjo, en partes iguales, en inversión y en consumo.

2.5.2 Los flujos de capitales en términos brutos

Como ya dijimos, los flujos de capitales en términos brutos reflejan el comercio de activos y pasivos financieros de un país con el resto del mundo y hacen referencia a la exposición y liquidez de la economía con el exterior. El estudio de estos flujos de capitales lo realizaremos sobre la base de la estructura de la cuenta financiera de la balanza de pagos.

Como ocurrió en el resto de los países de la región, Argentina y Chile registraron importantes entradas de capitales durante el período 1990-1994 ocupando el segundo y tercer puesto como países receptores de flujos entre los países latinoamericanos. Si bien estas entradas de capitales en los dos países que ocupan nuestro estudio fueron generalizadas no sólo para Latinoamérica sino para el grueso de los países en vías de desarrollo, no todos los países fueron objeto de la entrada de los mismos volúmenes ni de los mismos tipos de flujos. El objeto del siguiente apartado es el de reconocer bajo qué tipo de flujos y en qué proporción recibieron el ahorro externo estas economías.

2.5.2.1 Análisis de las entradas de capitales sobre la base de la balanza financiera

El proceso de entradas de capitales exteriores, como veremos a continuación, tiene connotaciones distintas para los dos países que tratamos.

En el siguiente cuadro se muestran las entradas netas de capitales (saldo de la cuenta financiera) y las entradas de capitales sin descontar las salidas (lo que hemos llamado en este caso "entrada bruta de capitales", que recogen los saldos de entradas de inversión directa extranjera, los pasivos de inversión en cartera y

otros pasivos de inversión) como proporción del producto interior bruto. Estas dos rúbricas en expresión porcentual respecto al PIB arrojan saldos muy similares que denotan la menor importancia de las salidas de capitales respecto a las entradas y confirma el máximo nivel de entradas de capitales en las dos mediciones realizadas para 1993. No se deben confundir estos términos con los capitales en términos brutos y en términos netos que diferenciábamos en la primera parte de este capítulo³⁴ ya que, como se mencionó en su momento, los capitales brutos hacen referencia a la liquidez y exposición de la economía frente al exterior puesto que reflejan el simple comercio de activos financieros entre el país y el exterior como saldo de la cuenta financiera mientras que los capitales en términos netos representan la contrapartida de la balanza de pagos por cuenta corriente.

Como se puede comprobar las entradas de capitales son en términos relativos considerablemente mayores para el caso de Chile. En concreto, en Chile la media anual para el período de entradas de capitales representa un 6,4% del PIB para las entradas brutas de capitales y un 6,7% del PIB para las entradas netas de capitales, mientras que para Argentina estas cifras representan el 3,1% y el 2,6% del PIB respectivamente³⁵ (véase cuadro 2.7).

Para hacerse una idea sobre la mayor importancia que supusieron las entradas de capitales en Chile frente a las registradas en Argentina baste decir que en los períodos de afluencias de capitales la entrada bruta de éstos en Chile supuso más de la mitad de la producida en Argentina mientras que el PIB de Argentina (270 mil millones de dólares en 1994) representa cinco veces el PIB de Chile (54 mil millones de dólares).

Nótese igualmente que las entradas de capitales brutos en Argentina y Chile resultaron muy similares en 1992 y 1994.

Cuadro 2.7
Argentina y Chile
 Entradas de capitales
 (millones de dólares y como porcentaje del PIB)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Argentina						
Entrada bruta de capitales			7995	3002	11594	6139
% entrada de capitales			4,3	1,3	4,5	2,2
Entrada neta de capitales			160	6967	9956	8681
% entrada neta de capitales			0,1	3,1	3,9	3,1
Chile						
Entrada bruta de capitales	924	2506	-339	3535	2802	6042
% entrada de capitales	3,5	8,8	-1,0	8,7	6,4	12,0
Entrada neta de capitales	1211	3051	836	2884	2737	4603
% entrada neta de capitales	4,6	10,7	2,6	7,1	6,2	9,1

Fuente: Balance of Payments Statistics, FMI.

³⁴ Al comienzo del apartado 2.5. Los flujos de capitales hacia Argentina y Chile.

³⁵ El período de entrada de capitales abarca de 1989 a 1994 en el caso de Chile y desde 1991 a 1994 en el caso de Argentina.

Como se ha mencionado anteriormente, el proceso de fuertes entradas de capitales en Argentina se inicia en 1990 con la normalización de la vida económica y política del país, sin embargo el saldo neto anual no pasa a ser positivo hasta 1991.

En el cuadro 2.8 aparece reflejada la cuenta financiera de Argentina para estos años de entradas de capitales y llama la atención a primera vista la irregular evolución de las diferentes partidas, incluso aquellas que supuestamente debieran tener un desarrollo más tendencial al tratarse de flujos a largo plazo, como es el caso de la inversión exterior en Argentina, que para el año 1994 registra una importante caída respecto al año anterior.

El comportamiento de los flujos de capitales exteriores no dirigidos a inversión directa viene explicado fundamentalmente por el colapso del sistema financiero nacional que se produjo a consecuencia de la hiperinflación. Los elevados tipos de interés reales, la falta de liquidez, la elevada volatilidad de los depósitos derivados de los planes de ajuste junto a las otras causas de carácter propio como puedan ser la supervisión financiera, la falta de ahorro interno o la propia liberalización financiera conformaron un escenario que determinó claramente la necesidad de financiación por parte del exterior. La falta de financiación interior obligó a los agentes económicos con posibilidad de acceder a fuentes externa de financiación a la búsqueda de fuentes de financiación fuera del país. La normalización financiera no se produjo hasta bien entrado 1993.

La inversión en cartera proveniente del exterior se realiza a través de títulos de deuda³⁶. Durante el año 1993 se registraron grandes entradas de capitales exteriores por este concepto. Nótese que en “títulos de participación en capital” no se registran movimientos para el período de entrada de capitales.

En la rúbrica “otros pasivos de inversión³⁷” se puede apreciar el creciente endeudamiento de la banca con el exterior a partir de 1991.

³⁶ Como hicimos anteriormente nos referiremos a estos como “*bonos*”, si bien la partida de “títulos de deuda” de la balanza de pagos a parte de éstos incluye los *pagarés*, los *instrumentos del mercado monetario* y los *instrumentos financieros derivados*.

³⁷ El término “otros pasivos (o activos) de inversión” se refiere a las transacciones entre residentes y no residentes que no constituyen Inversión Extranjera Directa ni Inversión en cartera, excluyendo el financiamiento excepcional, los activos de reserva y los PCRAE (pasivos que constituyen reservas de las autoridades extranjeras). Suelen reunirse bajo este epígrafe las transacciones en moneda y depósitos, préstamos y créditos de comercio exterior.

Cuadro 2.8
Argentina
 Cuenta financiera
 (millones de dólares)

		1990	1991	1992	1993	1994
Cuenta financiera		-5850	160	6967	9956	8681
Inversión directa en el extranjero				7		-126
Inversión directa en Argentina		1836	2439	2555	3482	603
Activos de inversión en cartera	Total activos de inversión en cartera	-241	-8261	-80	-2037	-185
	Títulos de participación en capital					
	Títulos de deuda	-241	-8261	-80	-2037	-185
Pasivos de inversión en cartera	Total pasivos de inversión en cartera	-1105	8227	795	19992	3847
	Títulos de participación en capital					
	Títulos de deuda	-1105	8227	795	19992	3847
Otros activos de inversión	Total otros activos de inversión	661	426	4038	399	2853
	Autoridades monetarias	-669	273	-106	355	27
	Gobierno general	-81	83	-165	-1144	228
	Bancos			-696	-1728	-301
	Otros Sectores	1411	70	5005	2916	2899
Otros pasivos de inversión	Total pasivos otra inversión	-7001	-2671	-348	-11880	1689
	Autoridades monetarias	-440	18	3	-41	-32
	Gobierno general	-420	-3	-637	-12939	1027
	Bancos	100	-31	775	1151	1099
	Otros Sectores	-6241	-2655	-489	-51	-405

Fuente: Balance of Payments Statistics, FMI.

Como se puede apreciar en el gráfico 2.10, que representa las entradas de capitales exteriores a Argentina, la evolución de los distintos flujos financieros a Argentina es tremendamente irregular. Destacar, eso sí, el extraordinario volumen de inversión en cartera, fundamentalmente en *bonos*, en referencia a la inversión directa y a otros pasivos de inversión.

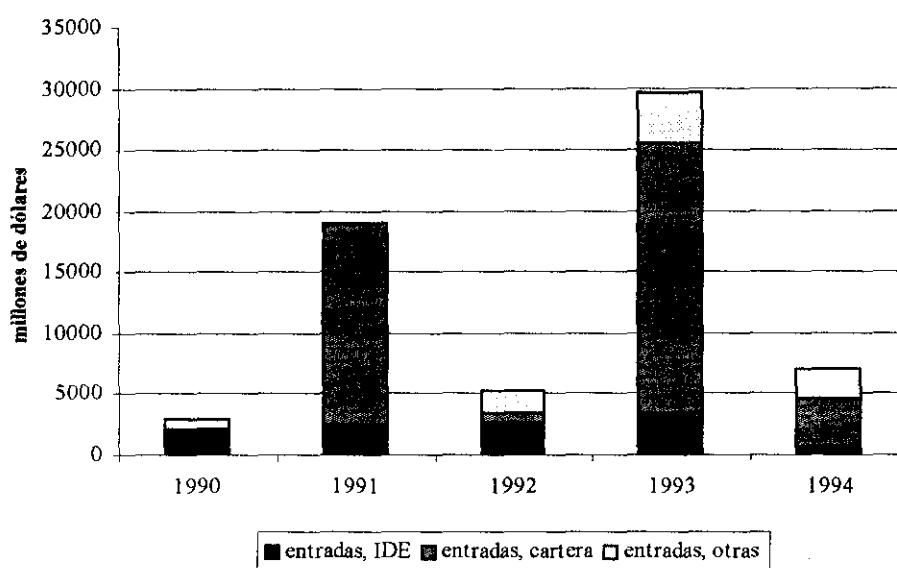
Según Antzoulatos (1997) parece ser que los flujos de capitales hacia Argentina en el período 1990-1994 vinieron determinados por la emisión internacional de *bonos* y no por la evolución de los tipos de interés internacionales³⁸. Esto parece verificarse si consideramos la escasa relación que guardan la evolución de los diferenciales de tipos de interés peso-dólar y los flujos de capitales ya que en Argentina a pesar de que el tipo de cambio se muestra estable a partir del en la primera mitad de 1991 sin embargo las tasas de interés reales no son positivas hasta entrado 1993. La evolución de las emisiones internacionales de *bonos* y la

³⁸ En su trabajo, el tipo de interés de los Estados Unidos se toma como sustituto del tipo de interés internacional.

entrada de flujos de capitales parece ser la clave de las ingentes entradas de ahorro exterior durante el período 1990-1994³⁹.

Por otro lado, la IED permanece mucho más estable durante el período de estudio, a pesar de que en 1994 muestre una importante caída respecto a los flujos registrados en ésta durante los años anteriores.

Gráfico 2.10
Argentina
Entradas de capital⁴⁰
(millones de dólares)



Fuente: Balance of Payments Statistics, FMI.

En Chile las afluencias de capitales exteriores tienen un carácter más ordenado y tendencial que en Argentina. La inversión exterior se reparte de forma mucho más clara entre los tres tipos de flujos (IED, inversión en cartera y otro tipo de inversión) a diferencia de Argentina. La inversión no deja de fluir al país si bien a partir de 1991 se observa una tendencia creciente en la misma. Es notable el importante aumento de la inversión en cartera y de los pasivos de otra inversión durante el período de estudio⁴¹. Sin embargo al contrario de lo que ocurre en

³⁹ En el gráfico 2.4 del apéndice gráfico final se puede apreciar la gran importancia que mantuvieron las emisiones internacionales de bonos durante el período de entrada de capitales y el predominio de estas sobre las emisiones de acciones. Las mencionadas emisiones mantuvieron un papel predominante en Argentina como se puede apreciar por el nivel de entradas netas de capitales exteriores.

⁴⁰ Las leyendas "entradas, otras", "entradas, cartera" y "entradas, IED" (para este gráfico y para el correspondiente a Chile) se refieren a los saldos agregados de activos y pasivos de otra inversión, inversión en cartera y e inversión extranjera directa respectivamente calculados conforme se describe en el punto 1 del apéndice metodológico.

⁴¹ Agosin (1997) ofrece un estudio pormenorizado de las entradas de capitales a Chile en los noventa y Parece ser que las entradas de capitales registradas como pasivos de otra inversión se

Argentina, este tipo de inversión se fundamenta en acciones y no en *bonos*. En 1991 se produce un comportamiento anormal en la evolución de otros pasivos de inversión y es muy posible que se deba a fallos en la estadística de Balanza de Pagos, ya que, como se dijo anteriormente el elevado saldo de errores y omisiones en el bienio 1991-1992 hacen suponer que la cuantía de este saldo fuera mucho mayor (véase cuadro 2.9).

En lo referente a las emisiones internacionales de acciones y *bonos*, éstas no alcanzaron la importancia que mantuvieron en Argentina tal y como podemos constatar en el gráfico 2.5 del apéndice gráfico final.

Cuadro 2.9
Chile
 Cuenta financiera
 (millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Cuenta financiera	1211	3051	836	2884	2737	4603
Inversión directa en el extranjero	-10	-8	-123	-378	-434	-925
Inversión directa en Chile	1289	590	523	699	809	1773
Activos de inversión en cartera	Total activos de inversión en cartera				-90	-351
	Títulos de participación en capital				-90	-351
	Títulos de deuda					
Pasivos de inversión en cartera	Total pasivos de inversión en cartera		87	359	186	452
	Títulos de participación en capital		87	359	25	332
	Títulos de deuda				161	120
Otros activos de inversión	Total otros activos de inversión		297	553	1298	-273
	Autoridades monetarias					
	Gobierno general		-37	37		47
	Bancos		27	-143	-63	-17
	Otros Sectores		307	659	1361	-303
Otros pasivos de inversión	Total otros pasivos de inversión		-452	1557	-1048	2384
	Autoridades monetarias		-825	-363	-75	-37
	Gobierno general		103	247	107	158
	Bancos		-588	-308	-558	1568
	Otros Sectores		858	1981	-522	695

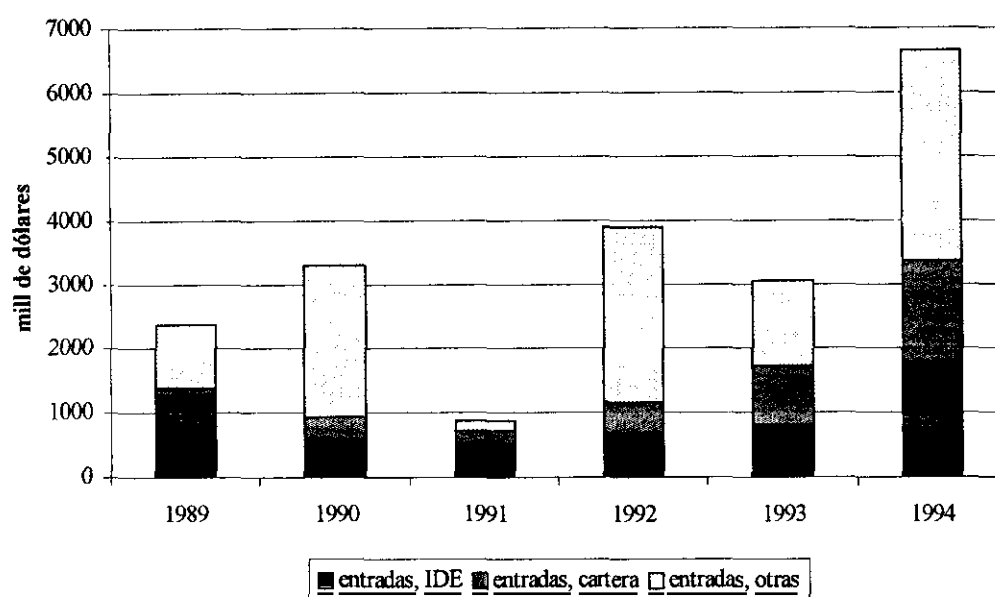
Fuente: Balance of Payments Statistics, FMI.

En el gráfico 2.11 aparece reflejada la entrada de capitales a Chile, calculada basándose en las rúbricas de pasivos de otra inversión, pasivos de inversión en cartera e inversión directa en Chile. Los citados saldos se han considerado como

debieron a créditos bancarios a corto plazo. Según el autor las entradas de capitales dedicadas a créditos bancarios a corto plazo llegaron a superar las entradas de inversión directa entre los años 1989-1994.

una buena aproximación de las entradas de capitales que se refieren a “otras inversiones”⁴², inversión en cartera e inversión directa respectivamente⁴³. Igualmente podemos apreciar cómo la IED desempeña un papel importante en los flujos de capitales exteriores, por encima de las entradas de capitales en cartera. “Otras entradas de capitales” representa un mayor peso que las entradas en cartera, esto viene motivado por el endeudamiento creciente del sector bancario chileno con el exterior.

Gráfico 2.11
Chile
Entradas de capitales
(millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI⁴⁴.

2.5.2.2 Análisis de la balanza básica

Sobre la base de la más ortodoxa metodología de estudio de los flujos de capital en base a la balanza de pagos resulta de interés el análisis de una de las más importantes sub-balanzas; nos estamos refiriendo a la balanza básica. La balanza básica está formada por la suma del saldo corriente y del capital a largo plazo y muchos autores consideran que su saldo es el más relevante para valorar la situación de un país con respecto al exterior al eliminar, supuestamente, los

⁴² Como dijimos anteriormente su saldo refleja fundamentalmente los créditos bancarios a corto plazo.

⁴³ Véase el punto 1 del apéndice metodológico “Las entradas y salidas de capitales en base al estudio de la cuenta financiera”.

⁴⁴ Las columnas comparan el valor de cada una de las rúbricas al total. Los valores de las tres rúbricas representan las entradas totales de capitales basándose en las estadísticas de la balanza de pagos de Chile. En el punto 1 del apéndice metodológico se describe cómo se ha realizado el cálculo.

elementos más volátiles de la balanza como los capitales a corto plazo. Y cabe resaltar “supuestamente” porque la innovación financiera invalida progresivamente este análisis al difuminar la frontera entre los capitales a corto y largo plazo. Hoy por hoy el elevado grado de liquidez que puede obtener prácticamente todo tipo de instrumento financiero, desde los créditos bancarios hasta los *bonos*, hacen que este tipo de análisis deba ser cuidadosamente interpretado. En cualquier caso a través del estudio de la balanza básica y sopesando sus limitaciones podremos obtener algunas conclusiones de interés.

A continuación se citan textualmente las razones que argumenta el FMI en el Manual de Balanza de pagos para la utilización de la balanza básica: “Para ciertos fines la balanza en cuenta corriente es demasiado limitada como medición y la balanza global se centra más que nada en los posibles problemas que las autoridades económicas puedan enfrentar a corto plazo para financiar desequilibrios. Por ello, con frecuencia se desea contar con una versión que describa mejor las tendencias a largo plazo de la economía, versión que se ha dado en llamar balanza “básica” FMI (1977).

Efectivamente, la balanza básica se prepara para eliminar aquellas transacciones de carácter más fugaz y realizar el estudio de aquellas que tienen un carácter a largo plazo. La balanza básica incluye el saldo de la cuenta corriente, la inversión directa y la inversión en cartera, y es que el estudio de la balanza básica presupone a la inversión en cartera como una inversión difícilmente reversible. Sin embargo esto último ha cambiado a lo largo de los últimos años ya que cada vez es menos cierto ya que la inversión en cartera hoy por hoy puede alcanzar los mismos grados de liquidez que la inversión en los instrumentos de más corto plazo. Es por esto que vamos a realizar un análisis paralelo de la denominada balanza “núcleo” que agrupa los saldos de la cuenta corriente y de la IED. Este doble análisis se realizará con el fin aproximar de forma más acertada los componentes a largo plazo de la balanza de pagos en Argentina y Chile.

Por otro lado y en función del análisis de la cuenta financiera se puede interpretar si la inversión en cartera responde a criterios de largo o de corto plazo, con lo que el análisis se fundamentará en la balanza núcleo en el primero de los casos y en la balanza básica en el segundo.

En el cuadro 2.10 aparecen los saldos de la balanza básica y de la balanza núcleo en Argentina para el período 1989-1994 y lo primero que cabe destacar es la enorme diferencia entre considerar las distintas valoraciones de la balanza básica, no sólo en el período de las afluencias de capitales sino también en años anteriores. La conclusión que se puede extraer de esto, dada la desigual evolución de los flujos de cartera es que estos parecen responder a determinantes de tipo coyuntural y que se podrían considerar básicamente como capitales a corto plazo. Como se puede apreciar, la evolución de la inversión directa, a pesar de dar un fuerte viraje en el año 1990, toma la senda del crecimiento a partir de este año y se comporta de manera notoriamente más regular. Todos los indicios nos llevan a descartar el análisis de la balanza básica argentina con la inclusión de los capitales de cartera y que nos centremos en el saldo de la que se viene en denominar la balanza núcleo.

Cuadro 2.10
Argentina
 Balanza básica y balanza núcleo⁴⁵
 (millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Cuenta corriente	-1305	4552	-647	-5401	-7046	-9363
Inversión directa (1)	1554	-5267	988	5076	7300	9356
Balanza núcleo	249	-715	341	-325	254	-7
Inversión en cartera (1)	2618	-1309	483	715	26421	3662
Balanza básica	2867	-2024	824	390	26675	3655

(1) En términos netos

Fuente: Balance of Payments Statistics (FMI).

Hay que tener en cuenta que la cifra de “flujo total de divisas” que implica la balanza de pagos abarca la totalidad del mercado sobre el tipo de cambio. Esta oferta y demanda total de divisas incluye tanto operaciones de largo como de corto plazo, operaciones de inversión duradera y las puramente especulativas. En un intento de eliminar ese componente superficial y explicar la presión sobre el tipo de cambio la balanza básica o la balanza núcleo, según se justifique el uso de la una o la otra, aparecen como instrumentos de medición de dicha presión subyacente sobre el tipo de cambio.

Un saldo negativo de la cuenta corriente implica que el país necesita cubrir sus necesidades de financiación. Mediante la adición de los capitales a largo plazo se obtiene el saldo de inversión no cubierta por los flujos de capitales a largo, si el saldo ha sido negativo, mientras que en caso contrario implica que la economía se financia de forma sobrada con recursos a largo plazo. Un saldo de pequeña magnitud en esta balanza, con independencia de su signo, implica que los recursos a largo plazo procedentes del exterior cubrirían las necesidades a corto. Desde luego que se trata de una interpretación arriesgada y que la interpretación de los datos de la balanza básica debe realizarse con plena conciencia de esto, pero no cabe duda que de esta obtendremos interesantes conclusiones.

Parece ser que existe un aparente equilibrio entre la inversión directa y la cuenta corriente resultando una casi inapreciable balanza básica. Por otro lado una gran diferencia entre la balanza básica y la balanza núcleo indicará que los flujos de capitales resultan excesivos, al menos desde el punto de vista de la financiación de la cuenta corriente; este parece ser el caso de Argentina.

El caso de Chile difiere notablemente del argentino tal y como podemos comprobar en el siguiente gráfico ya que, en esta ocasión, vamos examinar la balanza básica. La razón es la existencia “por ley” de controles de capital en el

⁴⁵ La balanza núcleo es la suma del saldo de la cuenta corriente y la inversión directa y la balanza básica es la suma del saldo de la cuenta corriente, la inversión directa y la inversión en cartera.

país que impiden que determinadas inversiones extranjeras tengan carácter transitorio⁴⁶.

Los capitales exteriores destinados a inversión en cartera muy posiblemente sean mayores que los que quedan recogidos en la partida de inversión en cartera debido, como se ha tenido la oportunidad de ver en el capítulo I, al anormal incremento de errores y omisiones durante el bienio 1991-1992. Sin embargo esto no debe extrañar, ya que la causa de esta anomalía responde al intento de los capitales exteriores de escapar a los controles, con lo que queda garantizado que el saldo que aparece en la partida de inversiones en cartera sea de facto inversión que no escapa al control gubernamental y por lo tanto inversión a largo plazo, o al menos no reversible.

Como se puede ver en el cuadro 2.11, a excepción de 1992, en el que el saldo es ínfimo, y 1993, año en el que el saldo es negativo, en el resto del período de afluencias de capitales la balanza básica muestra valores muy elevados, que hacen pensar que la financiación de la cuenta corriente en Chile se realiza mediante recursos a largo plazo. El saldo negativo de 1993 se debe al enorme déficit corriente que acumula el país como consecuencia del empeoramiento del saldo comercial. Por lo tanto todo apunta a que en el caso de Chile la balanza básica refleja de forma más fiable que la balanza núcleo el nivel de transacciones a largo plazo con el exterior.

Cuadro 2.11
Chile
Balanza básica
(millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Cuenta corriente	-705	-536	109	-703	-2073	-646
Inversión directa (1)	1279	582	400	321	375	848
Balanza núcleo	574	46	509	-382	-1698	202
Inversión en cartera (1)	87	359	186	452	732	909
Balanza básica	661	405	695	70	-966	1111

(1) En términos netos.

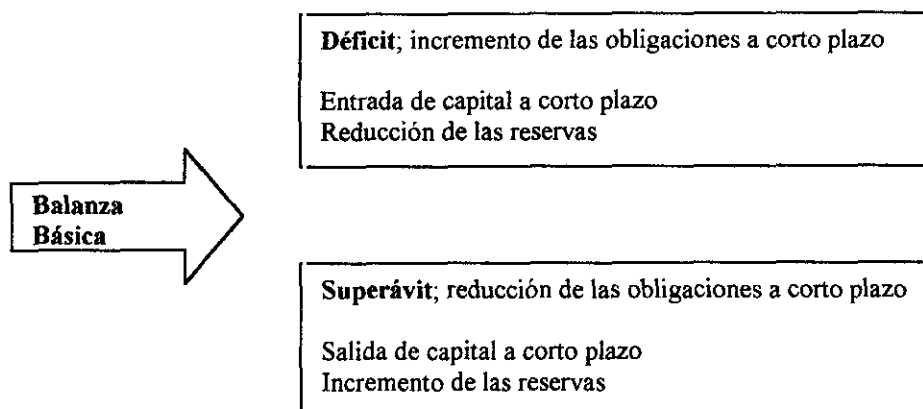
Fuente: Balance of Payments Statistics (FMI).

Chile, a excepción de 1990, mantiene saldos positivos de la balanza básica durante el período de estudio. Veamos cuales son las implicaciones que tienen para la economía declarando la existencia de un déficit o un superávit en las transacciones a largo plazo con el exterior, como ya dijimos bien en la balanza básica o bien en la balanza núcleo según se juzgue oportuno.

Un signo positivo (superávit) implica una reducción de las obligaciones a corto plazo; este "alivio" de las obligaciones a corto plazo tiende a provocar un aumento

⁴⁶ El tema de los controles de capital por parte de Chile se estudia en el apartado dedicado a las medidas de política económica en el capítulo I.

de las reservas internacionales. Por el contrario un aumento de la posición contraria (déficit) provoca la sustitución de obligaciones a largo plazo por compromisos que hay que atender a más corto plazo, con lo que las reservas internacionales tienden a disminuir.



Se supone que aunque el país tenga déficit por cuenta corriente, si cuenta con flujos a largo plazo de forma continuada, la situación de déficit es sostenible a largo plazo.

En vista de lo anterior parece ser que Chile tiene una estructura de endeudamiento a mayor plazo que Argentina ya que tan sólo en 1993 arroja un saldo deficitario la balanza básica mientras que en Argentina la balanza núcleo arroja saldos deficitarios en 1990, 1992 y 1994. Todo apunta hacia la idea de que en Chile existe una sustitución de obligaciones a corto plazo por obligaciones a largo plazo mientras que en Argentina no se produce este fenómeno. No se puede asegurar que en Argentina se produzca sustitución de obligaciones a largo por obligaciones a corto plazo, pero lo que sí parece cierto es que la estructura de endeudamiento chilena es más sostenible que la argentina⁴⁷.

2.5.2.3 La cuenta de capitales y el déficit público; el principio de equivalencia ricardiana

Según el llamado principio de equivalencia ricardiana las variaciones en las tasas de ahorro público, bajo determinadas circunstancias, no inciden de forma significativa en las decisiones de ahorro del sector privado. La inexistencia de tal vínculo se justifica en base a la creencia de la anticipación del sector privado a las repercusiones de un mayor gasto del sector público, en concreto, los agentes privados percibirán una bajada de impuestos (caída del ahorro público) como un hecho transitorio que finalmente obligará a una subida de los mismos, con lo que no modificarán sus pautas de consumo y por ende tampoco las de ahorro, ni a la cuenta corriente.

⁴⁷ Esta conclusión viene a ser apoyada por Quirk (1997) ya que considera que el efecto de los controles de capitales en Chile no afecta tanto al volumen de flujos exteriores como a la madurez de éstos.

A continuación vamos a intentar dilucidar si en Argentina y en Chile se da de forma clara este fenómeno o si por el contrario la evolución de los déficits fiscales y la cuenta corriente están relacionadas de alguna manera.

Como se indica en el cuadro siguiente, en el eje de abscisas quedan representadas como porcentaje del PIB las cuentas del sector público (menor que cero déficit y mayor que cero superávit) mientras que en el eje de ordenadas queda reflejado el saldo de la cuenta corriente (menor que cero déficit y mayor que cero superávit). El lado derecho del origen (0,0) representaría las posiciones de superávit fiscal y el lado izquierdo de déficit; bajo el punto de origen las posiciones son de déficit de la cuenta corriente y sobre el eje de abscisas de superávit.

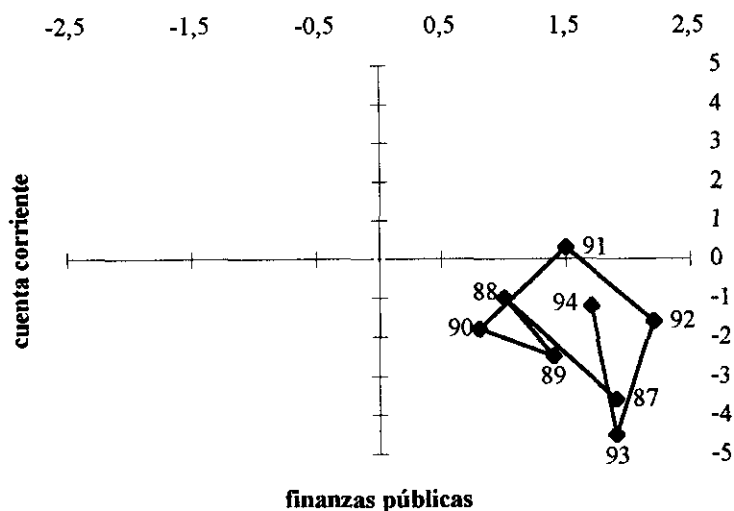
Superávit Cuenta Corriente	Superávit Cuenta Corriente
Déficit Presupuestario	Superávit Presupuestario
Déficit Cuenta Corriente	Déficit Cuenta Corriente
Déficit Presupuestario	Superávit Presupuestario

En el gráfico 2.12 aparece representada la situación de Chile en el período 1989-1994, y la evolución de los saldos presupuestarios y la cuenta corriente están relacionados de forma clara aunque parece existir una tónica general en el citado período; el esfuerzo por mantener una disciplina presupuestaria va a venir persistentemente acompañado, a excepción de 1991, de déficit por cuenta corriente. De hecho tan sólo un punto se saldrá del segundo cuadrante y no de forma notoria. Aparece por tanto una resistencia evidente a vencer el déficit corriente.

En Chile el aumento del ahorro público (es decir el aumento de los ingresos y/o la reducción del gasto) que se produjo durante el período 1987-1994 no provocó de forma clara ni un aumento ni una disminución del ahorro privado ya que (recordemos) un aumento del ahorro privado habría supuesto una reducción del déficit por cuenta corriente al ser éste déficit inversión nacional no cubierta por ahorro interno. Este fenómeno que observamos en Chile implicaría que no existe en el período de estudio un sustitución de ahorro público y privado a efectos de la cuenta corriente.

Gráfico 2.12

Chile
Cuenta corriente y finanzas públicas
(como porcentaje del PIB)



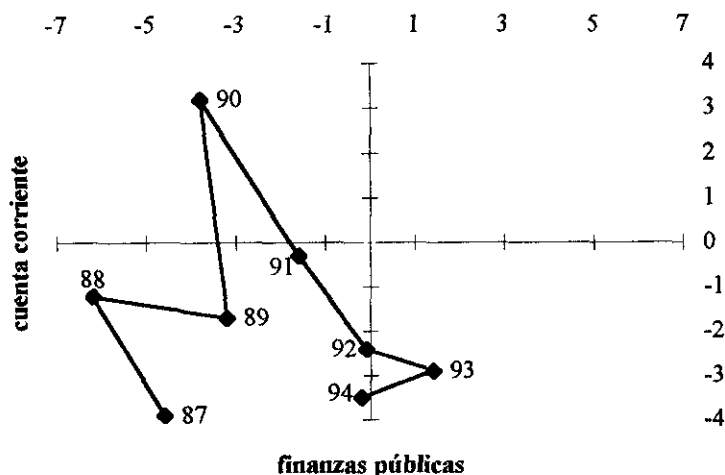
Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI).

La situación de la economía argentina (gráfico 2.13) difiere ostensiblemente de la de Chile. En este caso si podemos distinguir dos etapas diferenciadas y que tienen su punto de inflexión en el año 1990. La primera de estas viene marcada por el paso del tercer al cuarto cuadrante, lo que implica una mejora del saldo de cuenta corriente, que pasa a un fuerte superávit, mientras que el saldo presupuestario permanece deficitario si bien a niveles inferiores a los de 1987. La segunda etapa, desde 1990 a 1994, viene caracterizada por un paso del tercer al segundo cuadrante, lo que indica una tendencia hacia la mejora del saldo presupuestario y un empeoramiento en la cuenta corriente.

En su momento se justificó el superávit alcanzado en el año 1990 en virtud de un fuerte aumento de las exportaciones y de las transferencias corrientes atribuibles a capitales fugados que retornan con las buenas expectativas que ha creado el nuevo gobierno. El creciente aumento del déficit corriente en el cuatrienio siguiente, coincidente con las entradas de capitales extranjeros, corresponde a un período de expansión económica.

Entre 1987 y 1990 se produce un gran aumento del ahorro público y una progresiva mejora del saldo de la cuenta corriente, sin embargo el crítico período por el que atraviesa la economía argentina durante estos años no permite discernir claramente si realmente este comportamiento se debió a la existencia de un vínculo entre el ahorro público y el privado. Por el contrario a partir de 1990 y a partir de llegada de la normalización económica si se aprecia un vínculo entre gasto (caída del ahorro) público y cuenta corriente.

Gráfico 2.13
Argentina
 cuenta corriente y finanzas públicas
 (como porcentaje del PIB)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI).

Como ya se ha comentado, parece ser que en Chile el ahorro público y el ahorro privado no están vinculados ya que en el período de estudio existen años en los que se da ahorro público junto a mejoras en la cuenta corriente (1990 a 1991), años en los que ocurre lo contrario (1991 a 1992), años en los que el gasto público viene acompañado de una mejora de la cuenta corriente (1989 a 1990) y años en los que se produce una caída del ahorro público al tiempo que se da un empeoramiento del saldo de la cuenta corriente (1992 a 1993). Mientras tanto en Argentina a partir de 1990 la mejora presupuestaria de las finanzas públicas viene acompañada de aumentos en el déficit por cuenta corriente. En este caso parece ser que un aumento del ahorro público recibe una respuesta por parte del sector privado, que reduce su ahorro.

Todo ello apunta a que cabe la posibilidad de que los flujos exteriores de capitales hayan sido los causantes de la sustitución de ahorro público y privado en Argentina, mientras que en Chile no se ha producido este fenómeno.

2.5.3 La relación entre la cuenta corriente y la cuenta de capital; el vínculo entre flujos en términos netos y brutos

No es el objetivo de este trabajo el discernir el “dilema de la transferencia” que plantea Kindleberger (1985) alrededor de si es la cuenta corriente la que se adapta a la cuenta financiera o si por el contrario es a la inversa y es la cuenta financiera la que se adapta a la cuenta corriente. En cualquier caso y sea como fuere, el estudio de la cuenta financiera y la cuenta corriente en conjunto facilita la comprensión de los episodios de entradas de capitales.

Como se podrá apreciar en los cuadros siguientes en los que aparecen los saldos de la cuenta corriente y financiera para Argentina y Chile, en 1991 comienzan las entradas de capitales exteriores a Argentina y en el caso de Chile, por circunstancias que más adelante se expondrán, las afluencias comienzan en 1989, y en ambas circunstancias la falta de ahorro interno se vio complementada con la afluencia de capitales exteriores.

Como se puede apreciar en el cuadro 2.12 en Argentina para el año 1991 la necesidad de financiación es mayor que la afluencia de los citados capitales, al igual que sucediera en 1994. Sin embargo, durante el bienio 1992- 1993 la entrada de capitales supera ampliamente las necesidades de la economía. Sin embargo durante 1990 la situación fue contraria puesto que el superávit de la cuenta corriente se complementó con fuertes salidas de capitales, en apartados posteriores se analizará si esta situación responde a la típica situación de un país excedentario que exporta su exceso de ahorro o si responde a otro tipo de circunstancias. Durante el año 1989 se producen fuertes salidas de capitales del país junto con déficit de la cuenta corriente, los capitales huyen del país, como ya se pudo comprobar en la parte inicial del trabajo este período coincide con los episodios de hiperinflación en el país.

Como resulta evidente, para Chile la entrada de capitales se produce de 1989 en adelante y en cuanto a la cuenta corriente el país incurrió en déficit a excepción de 1991. En cualquier caso, para el período de estudio, la afluencia de flujos supera ampliamente las necesidades de financiación de la economía. De hecho la afluencia de capitales representa más del triple de las necesidades de ahorro exterior en el período de estudio y esto sin contar con ciertas anomalías que aparecen recogidas en la balanza de pagos dado el elevado volumen de errores y omisiones, que hacen suponer que la afluencia de capitales fue, si cabe, superior.

Cuadro 2.12
Argentina y Chile
Cuenta corriente y cuenta financiera
(miles de millones de dólares)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	Total período afluencias*
Argentina								
Cuenta corriente (1)	...	-1305	4552	-647	-5401	-7046	-9363	-22461
Cuenta financiera (2)	...	-8008	-5850	160	6967	9956	8681	25764
Chile								
Cuenta corriente	-234	-705	-536	109	-703	-2073	-646	-4554
Cuenta financiera	-773	1211	3051	836	2884	2737	4603	15322

*Consideramos "período de afluencias" los años 1989 a 1994 en el caso de Chile y 1991 a 1994 en el caso de Argentina.

Fuente: Balance of Payments Statistics (IMF).

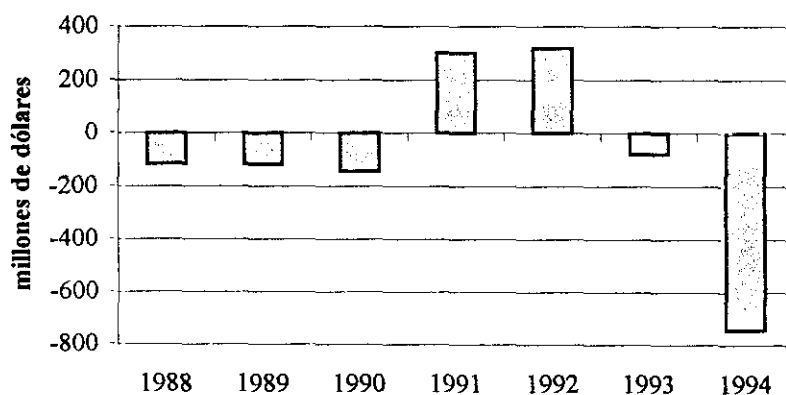
(1) Signo - : déficit.

(2) Signo - : implica salidas de capitales.

La atípica evolución de la cuenta de errores y omisiones durante el bienio 1991-1992 se puede interpretar como un fallo en la contabilización de entradas de capitales que han escapado al control de las estadísticas ya que si bien “las estadísticas necesarias para medir la balanza corriente son una de las fuentes importantes de los errores y omisiones netos de la balanza de pagos... en general sus componentes no son muy fugaces y, de hecho, ni siquiera son propensos a acusar grandes variaciones a corto plazo” (FMI, (1977)). De hecho “los errores de las cifras tienden a ser persistentes o sistemáticos y, por tanto, a menudo afectan más al nivel de la balanza que a las variaciones que esta registre de un período a otro” con lo que se puede suponer que las cifras de entradas de capitales para el citado bienio fueron considerablemente mayores, a juzgar por el elevado saldo de errores y omisiones, y que las entradas netas de capitales debieron situarse ampliamente por encima de los 1.000 millones de dólares en 1991 y de los 3.000 millones de dólares en 1992⁴⁸.

El gráfico 2.14 refleja el saldo de errores y omisiones entre 1988 y 1994, y podemos apreciar claramente el anormal comportamiento que este saldo tiene en 1991 y 1992, que por otro lado son los años en los que se desarrolla el comienzo y se da la máxima dureza de los controles de capitales en Chile.

Gráfico 2.14
Chile
Errores y omisiones netos
(millones de dólares)



Fuente: Balance of Payments Statistics (FMI).

Por definición la partida de errores y omisiones se constituye como una partida acomodaticia que compensa la sobreestimación o subestimación del resto de los componentes de la balanza de pagos. Mediante esta sencilla regla, si los componentes de la balanza de pagos, excluyendo errores y omisiones, presentan un saldo acreedor, la partida de errores y omisiones presenta un saldo deudor y viceversa.

⁴⁸ Quirk (1995) comparte esta opinión en la revisión que hace sobre el establecimiento de los controles de capitales en Chile y añade otro hecho que confirma esta idea; y es que, existe un aumento entre los desfases de facturación chilena con el resto del mundo y del resto del mundo con Chile (misinvoicing) en los mismos años en los que se produce el aumento de la partida de errores y omisiones. No debemos confundir este concepto con el saldo de errores y omisiones, ya que recordemos que este último lo que hace es “cuadrar” la balanza de pagos.

Por lo tanto, el saldo de la cuenta corriente más el saldo de la cuenta financiera debería ser igual a la variación de reservas, de no ser así, la partida de errores y omisiones ajusta esta igualdad siempre.

En el cuadro 2.13 se puede apreciar cómo los saldos de errores y omisiones son negativos salvo para 1991 y 1992, es decir, las reservas superan a la suma del saldo corriente y financiero, lo que implica una infravaloración de esta última cifra que implica a la cuenta corriente y la financiera. Como ya mencionamos anteriormente la permanencia temporal de los posibles errores en la cuenta corriente hacen más que probable que estas anomalías se deban por lo tanto a infravaloraciones de la cuenta financiera.

Cuadro 2.13
Chile
Cuenta financiera corregida
(millones de dólares)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Cuenta corriente	-234	-705	-536	109	-703	-2073	-646
Cuenta financiera	-773	1221	3051	836	2884	2737	4603
C. corriente + C. financiera	-1007	516	2515	945	2181	664	3957
Errores y omisiones netos	-117	-119	-144	302	319	-79	-744
Reservas y partidas afines	1124	-387	-2371	-1247	-2500	-585	-3213

Fuente: Balance of Payments Statistics (FMI).

En el caso de Argentina la diferencia entre déficit y entradas de capitales no es tan amplia, pero como veremos más adelante las características de las entradas de capitales difieren sustancialmente.

Por otro lado resulta fundamental conocer cual es la contrapartida del déficit. En términos generales, si la contrapartida de un déficit es la inversión no se produce merma en la riqueza nacional ya que la disminución de activos extranjeros se ve compensada con el aumento del stock de activos nacionales que se produce gracias a la inversión. Tenemos que el efecto final de ese déficit por cuenta corriente sobre la riqueza final es neutro, si bien es verdad que se ha producido una sustitución de activos extranjeros por activos nacionales.

En el caso de que la contrapartida del déficit sea el consumo, la riqueza total se verá afectada ya que la caída de activos extranjeros no se ve compensada con el aumento del stock de activos nacionales, si no que por el contrario lo que aumentan son los pasivos.

A grosso modo el estudio de estas contrapartidas se puede realizar a través de la evolución de los tipos de interés y de los tipos de cambio ya que si la contrapartida de un déficit sostenido es el consumo los capitales obviamente dejarían de fluir con lo que, si el financiamiento de la economía es uno de los objetivos de la política económica, las autoridades tratarán de incentivar la afluencia de estos capitales exteriores mediante el aumento de los tipos de interés

o bien creando expectativas de apreciación sobre la moneda nacional, caso por ejemplo de recurrir a la devaluación.

2.5.3.1 La canalización de los flujos de capitales

Como ya hemos dicho anteriormente el saldo de la balanza por cuenta corriente indica la necesidad de financiación exterior de la economía. Por otro lado, la suma de "errores y omisiones" y el superávit por cuenta de capital muestran los flujos de capitales procedentes del exterior recibidos realmente por la economía. La acumulación de reservas viene dada por el exceso de estos capitales recibidos y la necesidad de financiación exterior.

En virtud del cuadro 2.14 podemos interpretar que la afluencia de capitales a Argentina se produce durante el trienio que abarca desde 1992 a 1994 y 1991 aparecería como un año de transición en el que todavía no se llegan a producir entradas de capitales como en los años sucesivos. Los datos que vienen tomados como medias anuales arrojan el saldo negativo de 181 millones de dólares (salidas de capitales), pero es seguro que durante el año ya se hubiese invertido la tendencia y comenzasen las entradas de capitales a Argentina.

La acumulación de reservas se produce tan sólo durante 1992 y 1993 y se produce como consecuencia del exceso de entradas de capital exterior sobre las necesidades de financiación exterior.

Cuadro 2.14
Argentina
Balanza de pagos
(millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Cuenta corriente (1)	-1305	4552	-647	-5401	-7046	-9363
Cuenta financiera	-8008	-5850	160	6967	9956	8681
Errores y omisiones	-249	715	-341	325	-254	7
C. financiera + E. y (2)	-8257	-5135	-181	7292	9702	8688
Variación de reservas (3)	9562	583	828	-1891	-2656	675

Fuente: Balance of Payments Statistics (FMI).

(1) Signo negativo indica necesidad de financiación exterior.

(2) Signo positivo indica entradas reales de capital exterior.

(3) Signo (-) indica reducción de las reservas internacionales y signo (+) aumento.

En el caso de Chile (véase cuadro 2.15 que figura seguidamente) la acumulación de reservas es mucho más pronunciada en volumen y en tiempo, ya que se produce durante los seis años de afluencias de capitales exteriores.

Cuadro 2.15
Chile
 Balanza de pagos
 (millones de dólares)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Cuenta corriente (1)	-234	-705	-536	109	-703	-2073	-646
Cuenta financiera	-773	1211	3051	836	2884	2737	4603
Errores y omisiones	-117	-119	-144	302	319	-79	-744
C. financiera + E. y O. (2)	-890	1092	2907	1138	3203	2658	3859
Variación de reservas (3)	1124	-387	-2371	-1247	-2500	-585	-3213

Fuente: Balance of Payments Statistics (FMI).

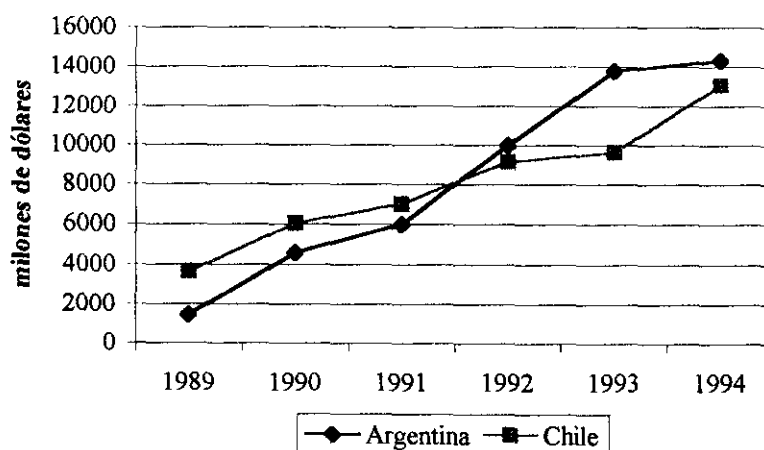
(1) Signo negativo indica necesidad de financiación exterior.

(2) Signo positivo indica entradas reales de capital exterior.

(3) Signo (-) indica aumento.

Dos fenómenos llaman la atención en cuanto a las reservas internacionales: por un lado el vertiginoso ritmo de acumulación de las mismas en Argentina y Chile, que en seis años ven multiplicadas sus reservas en diez y cuatro veces, respectivamente. Por parte de Argentina, el elevado ritmo de acumulación de reservas se justifica en buena parte por la confianza generada por la adopción del sistema de *caja de conversión* en abril de 1991, como ya vimos en el capítulo de políticas económicas, que obliga al banco central a respaldar la base monetaria con reservas en el banco central al tipo de cambio establecido. De este modo en el gráfico 2.15 se aprecia el gran aumento de reservas durante 1991 y 1992.

Gráfico 2.15
Argentina y Chile
 Reservas totales menos oro
 (millones de dólares)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI).

Como vemos en el cuadro 2.16 la magnitud de las entradas de capitales a Argentina y Chile difieren sustancialmente en lo que se refiere al volumen relativo de estos flujos de capitales con respecto al producto de la economía.

Vemos que las entradas de capitales tienen un peso relativo considerablemente más alto en Chile. También cabe destacar que en ambos países la afluencia de capitales exteriores año tras año superó la necesidad de financiación exterior.

Cuadro 2.16
Argentina y Chile
Necesidad de financiación
(porcentaje del PIB)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	Media*
Argentina							
Necesidad de financiación exterior (1)				-2,4	-2,9	-3,5	-3,0
Entradas reales de capitales exteriores (2)				3,2	3,8	3,1	3,4
Chile							
Necesidad de financiación exterior (1)	-2,5	-1,8	0,3	-1,6	-4,5	-1,2	-5,7
Entradas reales de capitales exteriores ⁴⁹ (2)	4,2	10,2	3,5	7,8	6,0	7,7	6,6

* La media se realiza tan sólo respecto a los años de entradas de capitales; 1992-1994 en Argentina y 1989-1994 en Chile.

Fuente: (1) Estadísticas Financieras Internacionales (FMI) (2) Elaboración propia a partir de datos de Balance of Payments Statistics (FMI)⁵⁰.

Podemos encontrar algunas diferencias respecto a las entradas de capitales exteriores en Argentina y Chile:

- El aumento de reservas es notablemente mayor en Argentina que en Chile. Mientras que en el período 1989-1994 las reservas casi se cuadruplican en Chile, en Argentina se multiplican por diez.
- El período de entrada de capitales es considerablemente más dilatado en Chile que en Argentina. En concreto estos flujos de capitales se producen durante seis años, dos más que en Argentina.
- El volumen de entradas de capitales respecto al PIB es considerablemente mayor en Chile que en Argentina (ver cuenta financiera, entradas de capitales y entradas de capitales netos en ambos países expresados en proporción al PIB).
- El exceso de flujos financieros sobre las necesidades de financiación (entendido como entradas de capitales menos el déficit de la cuenta corriente)

⁴⁹ Para Schadler (1993) tales flujos de capital para los años 1990, 1991 y 1992 representan el 10,6%, el 3,5% y el 8,1% del PIB respectivamente.

⁵⁰ Ver elaboración en el punto 2 del apéndice metodológico.

es mayor en Chile que en Argentina. Otra lectura de este mismo hecho es que la cuenta corriente chilena ha reaccionado con menos brusquedad ante las entradas de capitales de la cuenta corriente argentina. Por otra parte En los gráficos 2.6 y 2.7 del apéndice gráfico final podemos comprobar como la cuenta corriente y la cuenta financiera se complementan (el superávit de una cuenta va acompañado del déficit de la otra). Por otro lado también se aprecia cómo la reacción de la cuenta corriente ante las entradas de capitales exteriores es menor en el caso de Chile que en el de Argentina.

2.6 Factores determinantes de las entradas de capitales a Argentina y Chile

En este apartado vamos a tratar de determinar si la entrada de capitales a las dos economías objeto de estudio se fundamentan en las reformas internas o si por el contrario se basan en factores externos como el diferencial de rentabilidad de los activos nacionales frente al exterior.

La evidencia empírica constata como los tipos de interés nominales de la mayor parte de los países en vías de desarrollo son sustancialmente mayores a los de las economías industrializadas dada la necesidad de financiar los déficit por cuenta corriente y por otro lado dadas las altas tasas de inflación interna⁵¹.

Nuestro cometido a partir de ahora consiste, en primer lugar, en dilucidar cual de los dos efectos parece ser el responsable de la evolución de los tipos de interés en Argentina y Chile y, en segundo lugar, determinar si la afluencia de capitales a corto plazo puede responder, de existir, a una mayor rentabilidad de los capitales en estos países.

Por otra parte el estudio de la rentabilidad de los capitales exteriores a corto plazo dependerá no sólo del diferencial de los tipos de interés frente al exterior sino de la evolución de los tipos de cambio que pueden aumentar o erosionar la rentabilidad obtenida en el país a la hora de la conversión a la divisa original.

2.6.1 La evolución de los tipos de interés

Debemos entender que tanto en Chile como en Argentina no existen mercados financieros con características análogas a las de los de las economías industrializadas. Nos referimos a las características que sirven para describir cualquier mercado financiero, es decir, transparencia, libertad, profundidad, amplitud y flexibilidad, que en el caso de los mercados emergentes limitan notablemente el desarrollo de la actividad financiera y por ende de la económica en general.

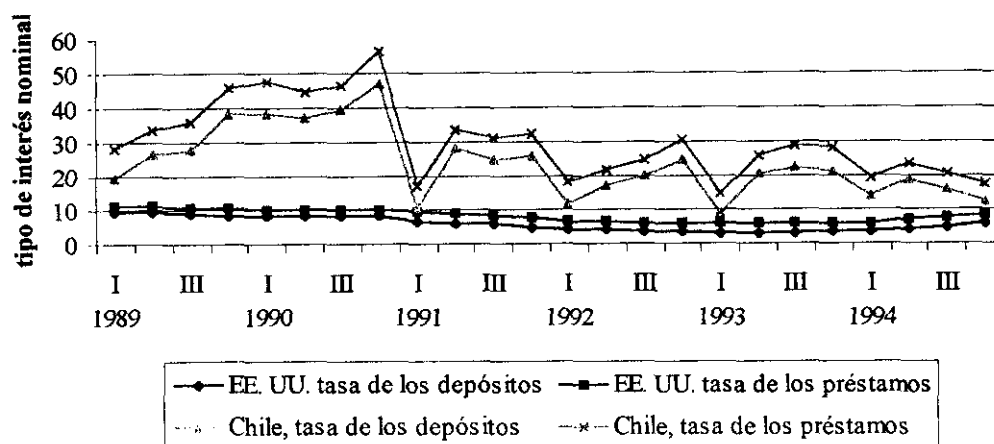
El desarrollo todavía incipiente y fuertemente intervenido de estos mercados se pone de manifiesto claramente en el comportamiento de los tipos de interés en un doble sentido. Por un lado, en las tremendas fluctuaciones de los tipos y, por otro lado, por los elevados diferenciales entre los tasas de pasivo y activo, derivados de la propia competitividad de la industria bancaria (de tendencia oligopolística) y de las especificidades de estos sistemas financieros tales como el problema del "moral hazard", la *información asimétrica* o el problema de la selección adversa que traen consigo las elevadas tasas de interés.

Otro hecho a destacar, indicativo del incipiente desarrollo de estos mercados financieros, es la escasa repercusión que tienen los tipos de interés de intervención del Banco Central de Chile, mediante los *PRBCs* sobre la evolución de las tasas de interés del mercado, tal y como podemos observar en el gráfico 2.8 del apéndice final del presente capítulo.

⁵¹ Nos referimos al ya mencionado "efecto Fischer".

En lo que se refiere a los tipos de interés del mercado hay que señalar que las elevadas fluctuaciones de los tipos chilenos contrastan notablemente con el comportamiento de las tasas de interés norteamericanas⁵² (ver gráfico 2.16). La evolución de los tipos de interés en Estados Unidos es tendencial. De la misma forma queda patente la mayor diferencia entre los tipos de activo y pasivo en Chile, que tan sólo a partir de 1991 se situará entre el 5% y el 7% mientras que para Estados Unidos tal diferencia se sitúa en torno al 3%, tal y como podemos observar en el gráfico 2.9 del apéndice gráfico⁵³.

Gráfico 2.16
Chile y Estados Unidos
Tipos pasivos y activos



Fuente: FMI.

Como podemos apreciar claramente los tipos de interés en Chile reflejan un comportamiento altamente volátil. Grilli y Milesi-Ferretti (1995) consideran que ésta puede ser una de las razones del establecimiento de controles que desincentiven los flujos de capitales a corto plazo en economías con tipos de cambio fijos o semi-fijos (el caso de una *banda de fluctuación* por ejemplo) ya que la afluencia de los citados flujos redundaría en fuertes variaciones de las reservas internacionales que a la postre provocan una mayor volatilidad en los tipos de interés y ponen el peligro el compromiso cambiario.

El caso de Argentina (gráfico 2.17) difiere notablemente del de Chile. La evolución de las tasas de activos y pasivos bancarios es muy volátil. En primer

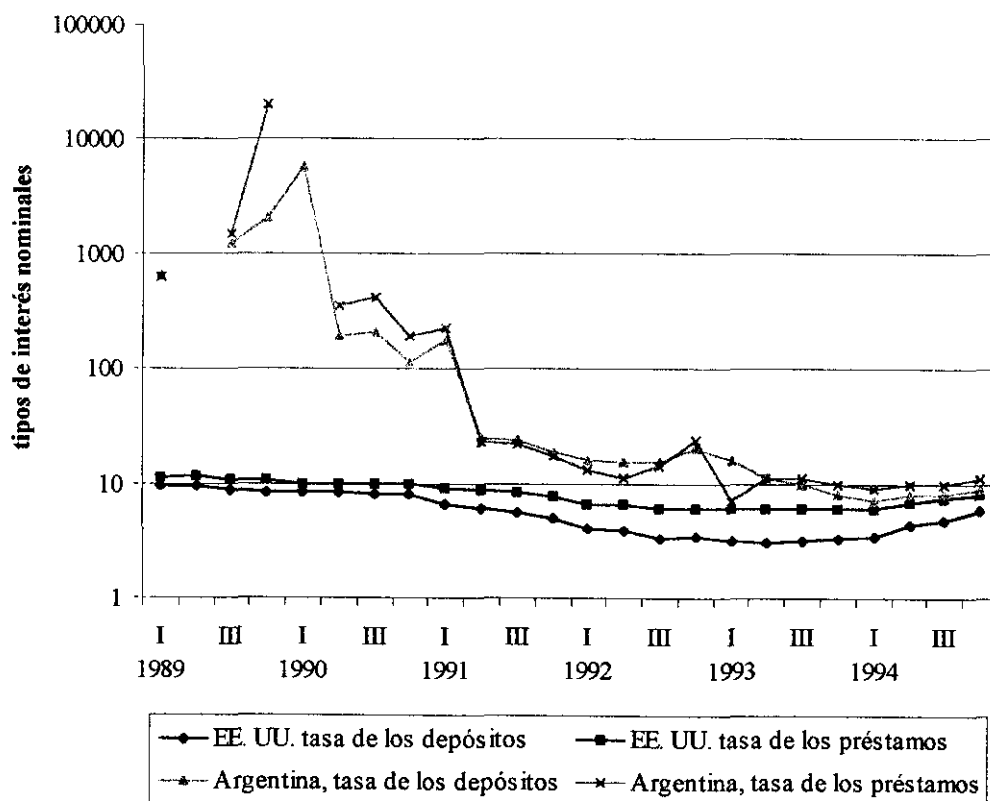
⁵² Tanto en el gráfico para Chile como en el correspondiente para Argentina (gráficos 2.16 y 2.17 respectivamente) se representan las medias trimestrales de los tipos de interés anuales, tal y como se refleja en Estadísticas Financieras Internacionales en los grupos 60l y 60p para la tasa de los depósitos y de los préstamos respectivamente. En el caso de Estados Unidos la tasa de los depósitos corresponde a la tasa de los certificados de depósito del Tesoro norteamericano.

⁵³ Tanto las tasas de los depósitos como de los préstamos en Chile han sido extraídas de Estadísticas Financieras Internacionales y la fuente inicial es el Banco Central de Chile. El tipo de los depósitos es la tasa ofrecida por los bancos sobre los depósitos de 30 a 89 días. En cuanto a los tipos de los préstamos, es la tasa que cobran los bancos por los préstamos de 30 a 89 días. Los datos se refieren a la media ponderada del período en cuestión.

lugar, los tipos de interés no se sitúan en los dos dígitos hasta ya entrado el segundos trimestre de 1991 y en segundo lugar, tal y como se puede observar en el gráfico que figura a continuación, los tipos de interés de los depósitos son mayores que los de los préstamos durante buena parte de 1991 y 1992. Esto es debido a que como consecuencia de la hiperinflación los tipos de interés se dispararon hasta el punto de paralizar la actividad financiera en el país.

El comportamiento de las tasas de interés se fundamenta en la hiperinflación de 1989 y los sucesivos rebrotes de la misma. La reducción de las tasas de interés nominales a tasas de dos dígitos no se produce hasta bien empezado 1991 y no será hasta el tercer trimestre de 1993 cuando los tipos de préstamos y depósitos vuelvan a la normalidad, superando aquellos a éstos últimos⁵⁴. El diferencial negativo entre las tasas de los depósitos y de los créditos se explica por la falta de liquidez del sistema financiero; las instituciones financieras, fundamentalmente los bancos, van a endeudarse frente al público ante la insuficiencia de recursos con que hacer frente a sus pagos corrientes. En el gráfico 2.10 del apéndice gráfico del final del capítulo se puede apreciar cómo el sistema financiero no se normaliza hasta bien entrado 1993 y a partir de ese momento los diferenciales de tipos de interés tienden a acercarse a los de Estados Unidos.

Gráfico 2.17
Argentina y Estados Unidos
 Tipos pasivos y activos
 (escala logarítmica)



Fuente: FMI.

⁵⁴ Téngase en cuenta que el gráfico 2.18 representa la evolución de los tipos de interés nominales. Las tasas de interés reales de los depósitos no pasaron a ser positivas hasta 1993.

2.6.1.1 Los tipos de interés reales

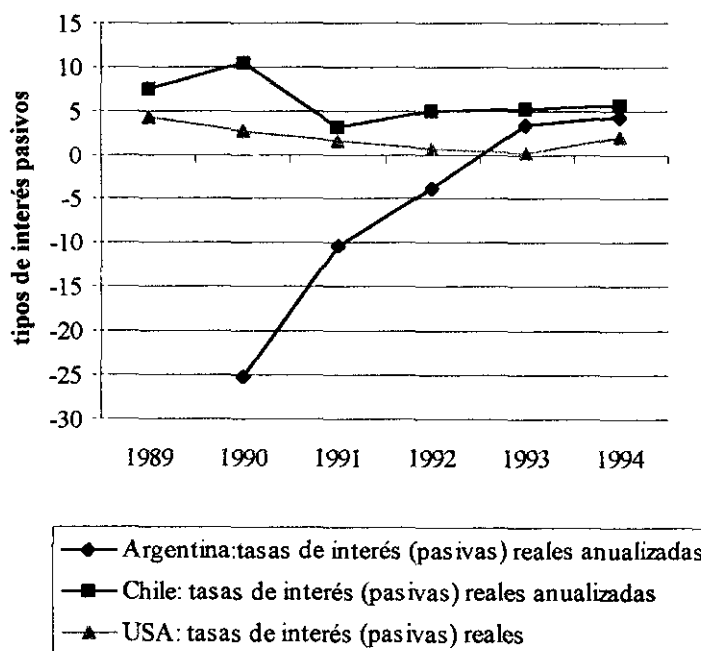
A continuación se va a proceder a analizar cuales son las tasas de interés reales tanto en las dos economías objeto de estudio como en una economía industrializada representativa, que será, tal y como venimos haciendo, Estados Unidos.

A tal efecto, tal y como queda reflejado en el gráfico siguiente, se procederá a comparar las tasas de interés reales de los depósitos bancarios, es decir, se va a deflactar el efecto de la inflación sobre los tipos de interés nominales⁵⁵.

Como se puede observar en el gráfico 2.18, los tasas de los depósitos en Argentina no pasan a ser positivas hasta 1993, lo que viene a confirmar la hipótesis de que la afluencia de capitales una vez superada la hiperinflación se debió en gran medida a la vuelta de capitales fugados en uno de los períodos más críticos de la reciente historia económica de Argentina.

Para el caso chileno la situación arroja una conclusión diametralmente opuesta, puesto que las rentabilidades reales de los depósitos bancarios sí parecen ser considerablemente elevadas. Con su punto álgido en 1989 y 1990, los años en los que darán comienzo las grandes entradas de capital al país, los tipos de interés reales mantienen un alto atractivo durante todo el periodo de estudio a excepción de 1991.

Gráfico 2.18
Argentina, Chile y Estados Unidos
Tipos de interés reales



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI.

⁵⁵ Los datos de tipos de interés reales de los depósitos de Argentina y Chile se han tomado los datos de la CEPAL (Tasas de interés reales pasivas anualizadas) y para Estados Unidos se han calculado a partir de datos de EFI (FMI).

Grilli y Mathieson (1995) consideran que el mantenimiento de los tipos de interés reales bajo los tipos de interés internacionales puede ser uno de los motivos del establecimiento de controles de capitales. Como muestra el gráfico anterior este no es el caso de los países que nos ocupan ya que en el caso de Chile los tipos de interés reales se muestran superiores a los del resto del mundo mientras que en Argentina desde un primer momento la estabilización económica trae consigo la plena liberalización de la cuenta de capitales.

2.6.2 La evolución de los tipos de cambio

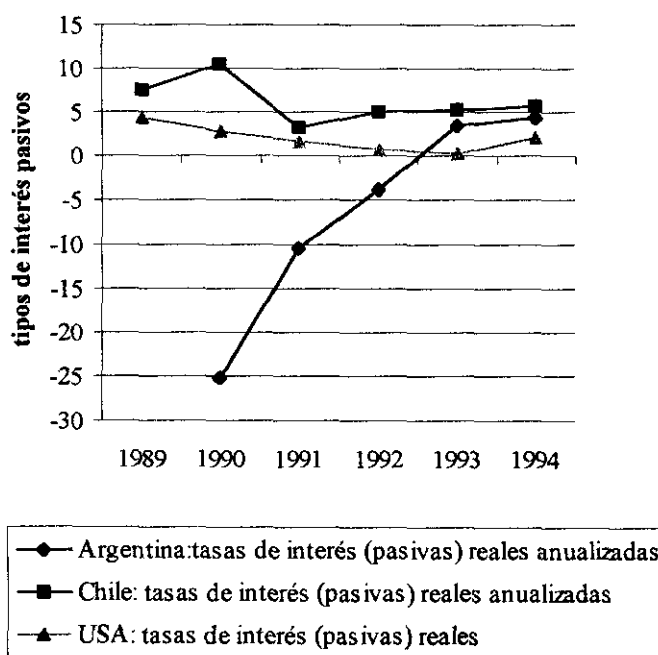
En este apartado damos un paso más en el estudio de los determinantes de los flujos de capitales. Trataremos de ponderar si la variación de los tipos de cambio incrementó o no incrementó el atractivo de las inversiones extranjeras basadas en los diferenciales de tipos de interés en las dos economías objeto de estudio. Como país representativo de origen de tales inversionistas extranjeros vamos a continuar con los Estados Unidos.

El análisis, sencillo como el anterior, consiste en equiparar la rentabilidad de los depósitos de las distintas monedas expresadas en dólares. Aplicaremos la conocida máxima de que la rentabilidad en términos de una moneda de un depósito en otra moneda es, aproximadamente, el tipo de interés de esta segunda moneda más la tasa depreciación de la primera respecto a la segunda⁵⁶.

En nuestro caso mediremos la rentabilidad de los depósitos en pesos, argentinos y chilenos, expresándolos en dólares y los compararemos con los tipos de interés de los depósitos en dólares. De este modo el gráfico 2.19 muestra los resultados de agregar a los tipos de interés de los depósitos en pesos la depreciación respectiva del dólar estadounidense.

El efecto final, una vez descontado el efecto de la variación del tipo de cambio de las monedas argentina y chilena respecto al dólar norteamericano, es prácticamente inapreciable para el tipo de interés de los depósitos chilenos y argentinos.

Gráfico 2.19
Argentina y Chile
Tipos de interés reales deflactando el tipo de cambio



Fuente; Elaboración propia a partir de datos del FMI.

⁵⁶ Ver punto 5 del apéndice metodológico.

Sin embargo la rentabilidad de los tipos de interés no es un factor que por sí solo pueda determinar la entrada de capitales exteriores ya que hay que tener en cuenta la volatilidad de los tipos de cambio y de los propios tipos de interés⁵⁷. Como podemos apreciar en el cuadro 2.17 Argentina ha pasado de una volatilidad en el tipo de cambio, medida en desviaciones estándar mes a mes, del 18,8 en el período 1986-1990 a 5,3 en el período 1991-1995, esto quiere decir que a partir de la estabilización del tipo de cambio mediante el *Plan de Convertibilidad* la volatilidad del tipo de cambio desaparece a partir del segundo trimestre de 1991. No ocurre lo mismo con los tipos de interés que han mostrado una elevada volatilidad en el período 1990-1995. En Chile la reducida volatilidad del tipo de cambio como de los tipos de interés se viene dando desde mediados de los ochenta.

Cuadro 2.17
Argentina y Chile
 Volatilidad del tipo de cambio y del tipo de interés
 (medida en desviaciones estándar mes a mes)

	Tipos de cambio (1)		Tipos de interés (2)			
	1986-1990	1991-1995	Diario		Tres meses	
			1986-1990	1991-1995	1986-1990	1991-1995
Argentina	18,8	5,3	∞	27,2	∞	23,3
Chile	1,3	1,8			0,6	0,2

Fuente: BPI.

Nota: ∞ significa que la cifra sobrepasa 1000.

(1) Con el dólar estadounidense.

(2) Para Chile el tipo de interés oficial.

2.6.3 Los mercados bursátiles y de bonos

Una caída de los tipos de interés así como el aumento de los activos financieros puede venir motivada por un aumento de la liquidez interna que provoca la entrada masiva de capitales exteriores. Según Gavin, Hausmann y Leiderman éste es el caso de Argentina y Chile en el período que estamos estudiando.

Parece importante señalar antes que nada el papel preponderante de la banca en la financiación en los dos países que ocupan nuestro estudio. Tengamos en cuenta que el papel de la industria bancaria en la intermediación financiera representaba el 98% en el caso de Argentina y el 62% en el caso de Chile, por lo que el papel de otro tipo de financiación queda relegado a un segundo plano, especialmente en el caso de Argentina. Según estimaciones del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BPI) el valor del total de títulos⁵⁸ en circulación en Argentina alcanzaba

⁵⁷ Igualmente cabría considerar la prima de riesgo como un factor adicional, tal como hace Agosin (1997). De esta forma, para que se produzcan entradas de capitales el diferencial de tipos de interés debe compensar la depreciación esperada del tipo de cambio más la prima de riesgo.

⁵⁸ Incluye instrumentos a corto plazo del mercado monetario, bonos del gobierno, bonos de empresa y acciones a precios de mercado.

el 9,4% del PIB en 1990 y el 30,4% del PIB en 1994, mientras que dicha cifra alcanzaba el 54,5% del PIB y el 155,8% del PIB en Chile para los mismos años.

En el cuadro 2.18 aparecen algunos datos que describen de forma breve la situación de los mercados financieros no bancarios en los períodos de afluencias de capitales. Como dato aclaratorio tengamos en cuenta que en 1994 el valor de los títulos en circulación en Estados Unidos representaba el 244% del PIB del país y en Alemania, país en el que el peso del sistema bancario en la actividad financiera es mucho mayor⁵⁹, representaba el 132%.

Durante el período de afluencia de capitales se produjo una fuerte capitalización de las acciones y de los *bonos* en Argentina y en Chile. La capitalización de las acciones fue considerablemente mayor en Argentina que en Chile para el período 1990-1995, representando un incremento en términos de porcentaje del PIB del 485,3% en Argentina y del 143,65 % en Chile. Sin embargo, a pesar de la fuerte capitalización, la importancia de este mercado en Argentina es escasa frente a los flujos exteriores mientras que en Chile los capitales exteriores se dirigieron en buena medida a los mercados bursátiles⁶⁰, esto es debido a dos motivos; por un lado la elevada volatilidad de estos mercados y por otro la volatilidad de los tipos de cambio. Téngase en cuenta que la volatilidad para el período 1990-1995 de los precios de las acciones, medida como desviación estándar mes a mes, es del 17,6 en Argentina y del 8,1 en Chile⁶¹. Por otro lado la volatilidad del tipo de cambio no se ha estabilizado en Argentina hasta la entrada en funcionamiento del *Plan de Convertibilidad* en 1991 mientras que en Chile la volatilidad del tipo de cambio apenas si ha variado a lo largo de los últimos años⁶². La elevada volatilidad que registraron los precios de las acciones, tanto en moneda nacional como en dólares, durante el período en cuestión tanto en términos de moneda nacional como en dólares queda reflejada en los gráficos 2.11 al 2.14 del apéndice gráfico que figura al final del presente capítulo.

⁵⁹ Al hablar del mayor peso del sector bancario en Alemania nos estamos refiriendo a dos estructuras financieras distintas entre este país y Estados Unidos. En el primero de éstos el papel que juega la financiación bancaria es menor, representando la banca el 23% de la intermediación financiera en 1994, mientras que para dicho año dicha cifra representaba el 77% en Alemania.

⁶⁰ Véanse los gráficos sobre entradas de capitales en cartera a Argentina y a Chile (2.10 y 2.11 en el apartado 2.5.2.1) en los que se pueden apreciar la importancia de las entradas de capitales en cartera en ambos países. Mientras que en Argentina las entradas de capitales se fundamentan en instrumentos de deuda (bonos), en Chile se producen fundamentalmente en forma de títulos de participación de capital (acciones). Véanse igualmente los gráficos 2.15 y 2.16 del apéndice gráfico final.

⁶¹ Sirva como referencia que la volatilidad del precio de las acciones en Francia y Reino Unido fue respectivamente de 4 y 3,4 en el mismo período. Fuente: BPI.

⁶² Tomando desviaciones estándar mes a mes, la volatilidad del tipo de cambio para el período 1886-1990 y para el período 1990-1995 es de 8,3 y 8,1 respectivamente. Sirva como referencia que dichas cifras, en los mismos períodos fueron, para Francia el 0,7 para ambos períodos y para el Reino Unido del 2,4 y 2,1 para el primero y el segundo de los períodos mencionados respectivamente. Fuente: BPI.

Cuadro 2.18
Argentina y Chile
 Financiación no bancaria
 (como porcentaje del PIB, salvo indicación)

	Títulos en circulación ⁶³		Acciones				Bonos		
	1990	1994	Capitalización		Concen- tración ⁶⁴	Nego- ciación ⁶⁵	Capitalización		Nego- ciación
			1990	1995			1990	1994	
Argentina	9.4	30.4	2.4	13.4	47.7	28.1	7.0	18.3	600.0
Chile	54.5	155.8	44.9	109.4	57.7	9.5	9.6	18.4	275.4

Fuente: BPI.

Todo apunta hacia el hecho de que la volatilidad de los precios de las acciones y del los tipos de cambio determinó el comportamiento de la inversión extranjera en acciones y que por tanto la capitalización de las acciones por si sola no posibilitó la entrada de capitales en cartera. El caso de los *bonos* difiere respecto al de las acciones ya que al hecho de la volatilidad de los tipos de cambio hay que añadir una capitalización considerablemente menor.

Parece lógico pensar que el escaso papel que representaron las acciones en los capitales exteriores hacia Argentina se debió precisamente a la elevada volatilidad de los tipos de cambio de los propios precios de las acciones (ver cuadro 2.19) unido a la escasa dimensión de este mercado que redundó en una menor transparencia y liquidez del mismo.

⁶³ Incluye instrumentos a corto plazo del *mercado monetario*, bonos del gobierno, *bonos de empresa* y acciones a precios de mercado.

⁶⁴ Porcentaje que representan los diez principales valores en el total del volumen negociado en bolsa en 1994.

⁶⁵ Volumen total negociado como porcentaje de la media de capitalización del mercado en 1994.

Cuadro 2.19
Argentina y Chile
 Volatilidad del tipo de cambio y de las acciones⁶⁶
 (medida en desviaciones estándar mes a mes)

	Tipos de cambio (1)		Acciones (2)	
	1986-1990	1991-1995	1986-1990	1991-1995
Argentina	18,8	5,3	31,7	17,6
Chile	1,3	1,8	8,3	8,1

(1) Frente al dólar estadounidense.

(2) En términos de dólares.

Fuente: BPI.

En Argentina, los flujos de capitales que se dirigieron hacia la inversión en *bonos* fueron muy importantes a partir de la estabilización del tipo de cambio en 1991 ya que a partir de este año se registraron importantes entradas de capitales dirigidas a la compra de *bonos*⁶⁷, esto se debe a que, a diferencia de las acciones, estos títulos generan una rentabilidad fija con lo que el rendimiento final de estos activos para el inversor exterior sólo depende de la evolución del tipo de cambio.

⁶⁶ La inclusión del período 1986-1990 se realiza para contrastar evidenciar los cambios en la volatilidad fuera del período de *entradas de capitales*. Observemos como por ejemplo en Chile la volatilidad del precio de las acciones permanece invariable en los dos períodos y sin embargo aumenta la volatilidad del tipo de cambio.

⁶⁷ Véase gráfico 2.15 del apéndice gráfico del capítulo.

2.7 Estudio de los efectos genéricos de las entradas de capitales en Argentina y Chile

Tal y como ya se ha comentado anteriormente el principal peligro de las entradas de capitales es la desestabilización macroeconómica por una doble vía; por un lado por la apreciación del tipo de cambio real⁶⁸ a consecuencia de un aumento de los precios internos (efecto directo que provocan las entradas de capitales por sí mismas y que se ha venido en denominar “enfermedad holandesa”⁶⁹), y por otro lado por el aumento del stock de deuda que estos pueden provocar. Como es de suponer no todos los tipos de afluencias provocan un aumento de la deuda exterior, como es el caso de la IED.

Se suele diferenciar si estas entradas de capitales tienen carácter permanente o si por el contrario son temporales ya que los efectos de estas entradas según sea su carácter y su apreciación por parte del público (expectativas racionales⁷⁰) implican consecuencias distintas para la economía receptora.

La primera de las posibilidades, es decir, que estas entradas tengan carácter temporal, no parecen implicar dilemas de política económica si el público en general las aprecia con ese carácter ya que, supuestamente, no afectarían a la inversión. El problema se produce cuando aquéllas se aprecian como permanentes sin serlo; cae la inversión en el sector industrial, aumenta el consumo y el país se encuentra con menores niveles de inversión interna cuando cesan las corrientes de capital exterior.

Otra posibilidad es que estas entradas se produzcan con carácter permanente. En este caso la opinión de los distintos autores se divide ya que no existe común acuerdo a cerca de la bondad o perjuicio de las mismas. Algunos autores apoyan la entrada de dichos flujos bajo la creencia de que redundan en un mayor nivel de bienestar interior; la inversión exterior complementa la interior permitiendo mayores niveles de consumo de forma sostenible, mientras que otros autores ponen el énfasis en la falta de sostenibilidad de aquellos ya que acaban minando el desarrollo industrial a través de la apreciación real que hace menos competitivo el

⁶⁸ Parece oportuno a este respecto aclarar, para no dar lugar a confusiones, lo que en este trabajo denominaremos apreciación del tipo de cambio real y apreciación real. No es difícil la existencia de numerosos malentendidos en la literatura económica a este respecto ya que implican cosas distintas. Mientras que una apreciación del TCR implica una mejora de la competitividad de la producción nacional frente al resto del mundo (véase punto 3 del apéndice metodológico), una apreciación real implica lo contrario, un encarecimiento en términos relativos de la producción nacional y por tanto un empeoramiento de la competitividad exterior (véase punto 12 del apéndice metodológico).

⁶⁹ También conocido por el término inglés “dutch disease” (enfermedad holandesa) se refiere a la dificultad que encuentra la industria manufacturera ante una apreciación real (depreciación del tipo de cambio real) fenómenos como las entradas de capitales exteriores, gran ayuda externa o auge de la explotación de recursos naturales acaban por provocar una apreciación real situando la producción interna en una situación menos competitiva frente al exterior. Esta situación finalmente redundan en un empeoramiento del saldo de la cuenta corriente a través de una caída de las exportaciones y un aumento de las importaciones.

⁷⁰ Las expectativas racionales implican que los actores económicos no son sujetos pasivos y que acomodan sus actuaciones en función de sus expectativas.

país frente al exterior y que, a la larga, redundará en una caída de la inversión industrial, parte fundamental del crecimiento a largo plazo de la economía.

En el presente apartado ofrecemos un breve resumen de las posibles alteraciones que ocasionaron las fuertes entradas de flujos de capitales. Estas alteraciones de alguna forma se han visto en el transcurso del presente capítulo sin embargo aquí las mostramos de forma breve y contrastada, a modo de resumen, para los dos países que ocupan nuestro estudio.

2.7.1 El aumento de los déficit comerciales

Las fuertes entradas de flujos de capitales han provocado una caída del tipo de cambio real que ha deteriorado la competitividad del sector exterior, esto ha traído como consecuencia que los déficit comerciales se han agravado con la entrada de los capitales exteriores. Según esta idea la evolución de los déficit comerciales se produce de forma opuesta a la de los flujos de entradas de capitales. El caso de Argentina es claro a este respecto ya que desde 1990, año que marca el comienzo de las grandes entradas de capitales al país, la balanza comercial no ha dejado de registrar crecientes déficit. En Chile se registra la misma situación si bien la repercusión de las entradas de capitales no se deja notar con tanta fuerza en la cuenta corriente y el país, en el período de estudio, tan sólo registrará déficit comercial en 1993 mientras que en Argentina el déficit aparece en 1992 y a partir de este año se incrementa tal y como podemos constatar en los gráficos 2.17 y 2.18 del apartado gráfico de este capítulo.

2.7.2 Aumento del consumo

Durante el período de las fuertes entradas de capitales tanto en Argentina como en Chile se produjeron importantes aumentos en el consumo interno (véanse gráficos 2.19 y 2.20 del apéndice gráfico que figura al final de este capítulo). Apreciaremos que en ambos países, durante el período de estudio, se ha producido un gran aumento del consumo que a su vez venía acompañado por importantes entradas de capitales.

En Argentina el consumo aumentó en más de cinco puntos porcentuales desde 1989 a 1994, si bien el punto de consumo máximo en relación con el PIB fue el año 1992, en el que se situaba casi en el 85% del PIB, casi siete puntos porcentuales más que en 1989. En cuanto a Chile, el aumento del consumo que se registró en el período, en términos de PIB, fue considerablemente menor que en Argentina ya que en 1994 apenas si había aumentado dos puntos respecto a 1989 (véase gráfico 2.21 del apéndice gráfico del presente capítulo).

Las variaciones de los flujos de capitales y del consumo aparecen estrechamente relacionadas en Chile a partir de 1990⁷¹, mientras que en Argentina el efecto de

⁷¹ En el año 1991 según podemos apreciar en el mencionado gráfico esto no es así puesto que los flujos de capitales registran una variación negativa mientras que la producida en el consumo es positiva, sin embargo los elevados saldos de la cuenta de errores y omisiones para tal año hacen

los flujos de capitales sobre el consumo parece ser menos directo ya que el aumento del consumo es cada vez menor a pesar del gran aumento de los flujos de capitales exteriores (véanse gráficos 2.22 y 2.23 del apéndice gráfico de este capítulo).

2.7.3 Control monetario y presiones inflacionarias

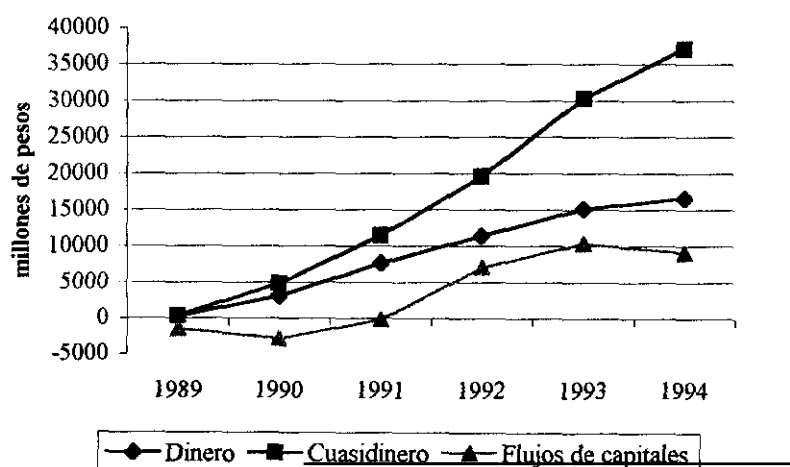
Durante el período que abarca desde 1989 a 1994 la oferta monetaria aumentó fuertemente en Argentina y en Chile. Recordemos que el aumento de la oferta monetaria y la repercusión sobre los precios internos, que se ven presionados al alza, son dos de las consecuencias que traen consigo las fuertes y continuadas entradas de capitales.

Como podemos apreciar en los siguientes gráficos, la emisión de dinero por parte de las autoridades económicas no sólo ha evolucionado de distinta forma en Argentina y Chile sino que ha mantenido una relación distinta respecto a los flujos de capitales exteriores. A primera vista el comportamiento de la oferta monetaria es más brusco en Argentina que en Chile, parece ser que en el segundo de los países mencionados la emisión monetaria y los flujos de capitales exteriores avanzan de forma paralela y el “cuasidinero” crece al mismo ritmo que la financiación externa. Desde este punto de vista parece ser que se demuestra que las autoridades monetarias Chilenas se emplearon a fondo en la esterilización de los flujos de capitales exteriores; ésta es la opinión de diversos autores y de las propias autoridades económicas chilenas.

Según los gráficos 2.20 y 2.21 las entradas de capitales a Argentina y a Chile vinieron acompañadas de una importante expansión monetaria en ambos países. Respecto a Argentina hay que recordar que el sistema de *currency board* establecido en 1991 impide que el banco central esterilice los flujos exteriores ya que a partir de ese momento la emisión monetaria pierde su papel de instrumento de política económica.

Gráfico 2.20

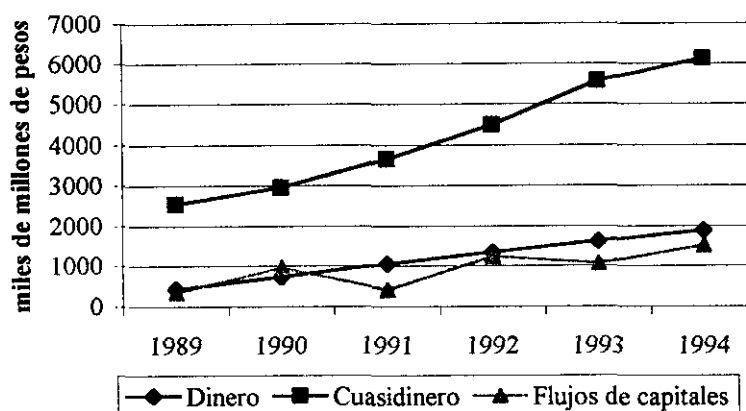
Argentina
Flujos de capitales y liquidez del sistema
(millones de pesos)



Fuente: FMI⁷².

⁷² Para Argentina y Chile los flujos de capitales vienen estimados en términos brutos como saldo neto de la cuenta financiera y su cálculo se ha realizado a partir de cifras en dólares y posteriormente multiplicando por el respectivo tipo de cambio; tipo de cambio principal a final de período en el caso de Chile y tipo de cambio oficial a final de período en el caso de Argentina. Dinero se define como lo que comúnmente se conoce como M1 (efectivo en manos del público

Gráfico 2.21
Chile
 Flujos de capitales y liquidez del sistema
 (miles de millones de pesos)



Fuente: FMI.

En términos nominales todo apunta hacia la existencia de un mayor control monetario por parte de Chile y de una expansión monetaria por parte de Argentina. Sin embargo para contrastar plenamente esta afirmación estudiaremos la evolución de las variaciones de los agregados monetarios anteriormente expuestos, esta vez en términos reales, es decir, eliminando la erosión que sobre el dinero provoca la inflación. Lo que se pretende es analizar la variación del dinero en términos reales en la economía ya que si la inflación es mayor que la contracción monetaria nominal el resultado es que en lugar de contracción ha existido un crecimiento del dinero real en la economía. Téngase en cuenta que el efecto de la inflación es erosionar la capacidad de compra del dinero en el sentido que se necesita más dinero para comprar un determinado producto, mientras que el efecto de una contracción monetaria es el contrario ya que al disponer de menos dinero en circulación para una misma cantidad de producto implica que hay menos dinero asignado para comprar dicho producto, es decir, el precio de ese producto es menor. Esta es la razón de que la inflación actúe en el sentido contrario de la contracción monetaria y que por tanto se pretenda analizar el efecto conjunto de ambos en la variación de la oferta monetaria real.

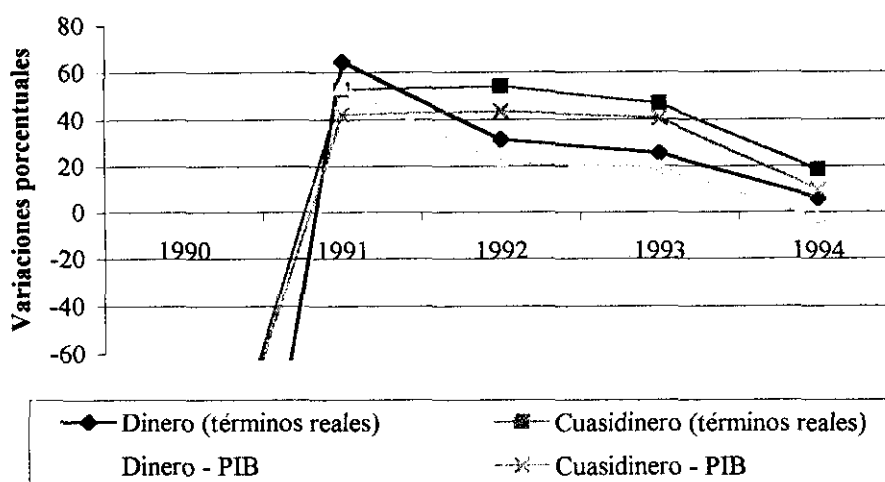
Por otro lado, estudiaremos la evolución de las variaciones de los agregados monetarios en relación con el producto nacional para, de esta forma, discernir si la oferta monetaria real creció por encima o por debajo de la producción nacional. En este caso la evolución de la oferta monetaria ha de relacionarse con la del producto ya que un aumento de la oferta monetaria por encima de éste o por debajo provoca, respectivamente, un aumento o un descenso de los precios internos. Bajo este enfoque la estabilidad de precios se consigue cuando la esfera monetaria y la esfera productiva crecen al mismo ritmo. Para ver en detalle como

más depósitos a la vista de residentes, sin incluir al gobierno central). Cuasidinero se define como depósitos a plazo, de ahorro y en divisas de residentes (excluido gobierno central). Dinero más cuasidinero constituyen la M2.

analizaremos la evolución de las variables monetarias véase el punto 11 del apéndice metodológico.

Desde este nuevo análisis podemos apreciar como desde 1991 se produce una importante contracción monetaria en términos reales en Argentina y lo mismo sucede, incluso en mayor medida, si descontamos el fuerte crecimiento registrado en el país (véase el gráfico 2.22). De hecho el crecimiento monetario en 1994 real en relación al aumento del producto no sólo es declinante desde 1991 sino que en 1994 llega a ser negativo.

Gráfico 2.22
Argentina
 Dinero y cuasidinero en términos reales
 Dinero - PIB y Cuasidinero - PIB⁷³

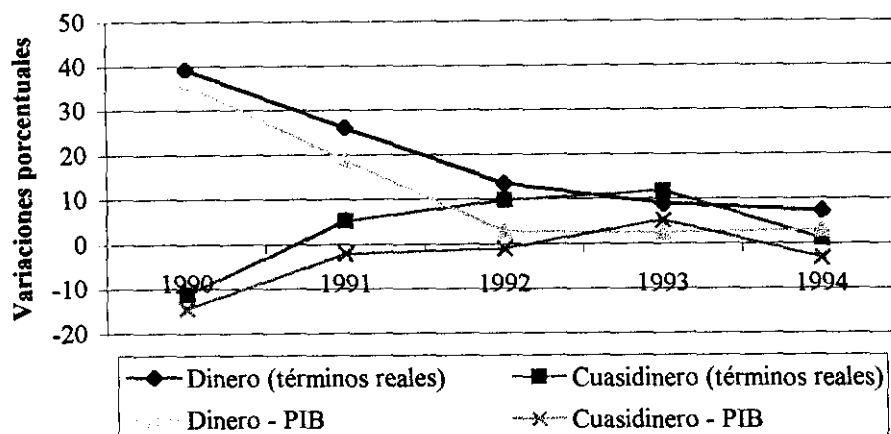


Fuente: elaboración propia a partir de datos de FMI.

En cuanto a Chile podemos decir que la oferta monetaria declina hasta el año 1991 y a partir de ese momento se mantiene creciendo a niveles muy moderados. Observemos (en el gráfico 2.23) cómo existe una fuerte contracción en la emisión en la M1 (dinero) mientras que “cuasidinero” aumenta hasta 1992, tanto éste como aquél crecieron a niveles muy bajos en términos reales una vez descontado el crecimiento de la economía, lo que significa que la oferta monetaria real crecía ligeramente por encima del producto.

⁷³ Tanto para el gráfico 2.22 como para el gráfico 2.23 “dinero (términos reales)” y “cuasidinero (términos reales)” representa la variación del dinero y cuasidinero en términos reales (se ha calculado deflactando la inflación de las líneas 34 y 35 de las “Estadísticas Financieras Internacionales” del FMI). “Dinero - PIB” y “Cuasidinero - PIB” representa la diferencia de las variaciones dinero y el cuasidinero en términos reales menos las variaciones del PIB, es decir, trata de ver si la oferta monetaria crece por encima o por debajo del producto de la economía.

Gráfico 2.23
Chile
 Dinero y cuasidinero en términos reales
 Dinero - PIB y Cuasidinero - PIB



Fuente: elaboración propia a partir de datos de FMI.

Como hemos podido comprobar los datos de oferta monetaria en términos nominales no arrojaban la información que pretendíamos obtener, y no sólo esto, sino que al contrario de lo que éstos nos mostraban, en Argentina se produjo una contracción monetaria a partir del establecimiento del *Plan de Convertibilidad* mientras que en Chile la política monetaria se encaminó a esterilizar los flujos de capitales a fin de no aumentar la oferta monetaria por encima del crecimiento de la economía.

Sobre los logros en materia de contención de precios simplemente un apunte a modo de recordatorio que sirva para ponderar los frutos de la política monetaria llevada a cabo en el período que nos ocupa. Como cabría de esperar, los esfuerzos en materia de contención monetaria dieron sus frutos en 1991, año en el que las tasas de inflación comienzan a decrecer ininterrumpidamente. En el caso de Argentina los logros en materia de precios son espectaculares, tengamos en cuenta que desde el año 1991 se produjo tal y como hemos visto una importante contracción monetaria en términos reales si bien en este país los logros en esta materia son achacables principalmente a razones de confianza en la nueva fórmula cambiaria. (Véanse gráficos 1.5 (Chile) y 1.13 (Argentina) de inflación en el apéndice gráfico del capítulo I).

2.7.4 Apreciación real⁷⁴

Las entradas de capitales, bajo regímenes de tipo de cambio flexible, provocan presiones a la baja en el tipo de cambio real a través de una depreciación del tipo

⁷⁴ Parece oportuno aclarar desde un primer momento las confusiones que surgen al utilizar el término "apreciación real" ya que implica movimientos opuestos del Tipo de Cambio Real (TCR) y del índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (TCER). Para aclarar este tema dirigirse al punto 12 del apartado metodológico.

de cambio nominal. Bajo un tipo de cambio fijo, dicha presión también existe si bien tiende a producirse por un aumento de los precios internos. Recordemos que una caída del TCR tal y como ha quedado definido en el trabajo⁷⁵, implica un encarecimiento relativo de la producción nacional respecto a la exterior y por ende una pérdida de competitividad que tiende a empeorar la cuenta corriente.

Grilli y Milesi-Ferretti (1995) se hacen eco de Frenkel, Edwards y Winjbergen, que enfatizan los efectos que la liberalización de la cuenta de capital provoca sobre el tipo de cambio real bajo determinados supuestos. En el contexto de un plan de estabilización de precios, una apertura prematura de la cuenta de capital puede causar una fuerte apreciación real, debido a los altos tipos de interés que suelen venir asociados a los planes de estabilización y finalmente desembocar en un aumento de la volatilidad del TCR así como de una apreciación real. Finalmente esto puede ocasionar que se malogre el proceso de liberalización comercial que pudiesen llevarse de forma paralela a los procesos de liberalización de la cuenta de capitales. Es por esto que muchos autores consideran que el proceso de liberalización de la cuenta de capital debe realizarse de forma progresiva, de esta opinión son Mathieson y Rojas-Suárez (1993). Quirk (1995) muestra cual ha sido la experiencia de los países en vías de desarrollo en el proceso de liberalización de la cuenta financiera.

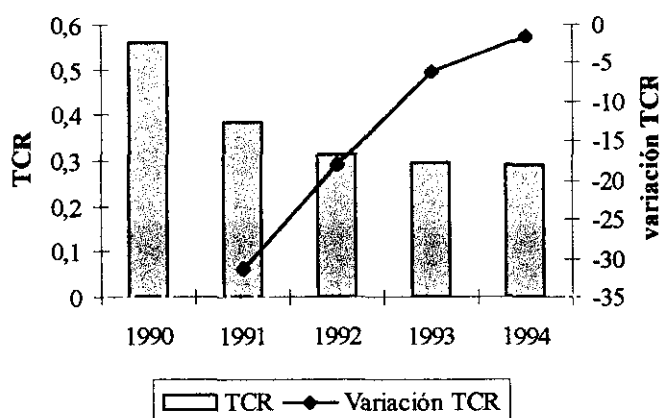
La tesis mencionada anteriormente parece confirmarse plenamente en el caso de Argentina donde el TCR cae incesantemente durante el período de estudio⁷⁶, tal como muestra el gráfico 2.24, y de forma mucho más pronunciada hasta 1992. Mientras tanto la cuenta corriente no cesa de empeorar. La caída del TCR es achacable a que la reacción de los precios internos (P) ha sido considerablemente mayor que el aumento del tipo de cambio nominal, ya que, como podemos comprobar en el gráfico 2.24 del apéndice que figura al final del presente capítulo, tanto precios como tipo de cambio nominal aumentaron durante el bienio 1991-1992, sin embargo estos incrementos no llegaron a compensarse ya que el efecto de los precios predominó sobre el del tipo de cambio⁷⁷. Igualmente puede apreciarse como la caída del TCR es más pronunciada hasta 1991, año en el que los precios retornan a la estabilidad. Hemos de apreciar que dada la estabilidad de los precios exteriores el TCR evoluciona en virtud de los cambios en los precios internos y el tipo de cambio nominal.

⁷⁵ Es decir, $TCR = E \cdot P^* / P$ tal y como se explica en el punto 3 del apéndice metodológico.

⁷⁶ Según la definición de TCR que se ha venido usando. Por el contrario el índice de Tipo de Cambio Efectivo Real (TCER) usado por el FMI lo que hace es aumentar en los noventa, tanto para el caso de Argentina como para Chile (ver gráficos 2.26 y 2.27 del apéndice gráfico de final del capítulo) si bien es verdad que el aumento del índice de TCER en Argentina a partir del año 1990 es mucho mayor que el registrado en Chile. Como ya explicamos en el punto 12 del apartado metodológico el aumento del índice de TCER y un descenso del TCR implican lo mismo; un encarecimiento relativo de la producción nacional frente a la producción exterior.

⁷⁷ Recordemos que los precios internos figuran en el denominador y el tipo de cambio nominal en el numerador con lo que considerando estables los precios exteriores, incrementos iguales de P y E se traducirían en que el TCR no se alteraría.

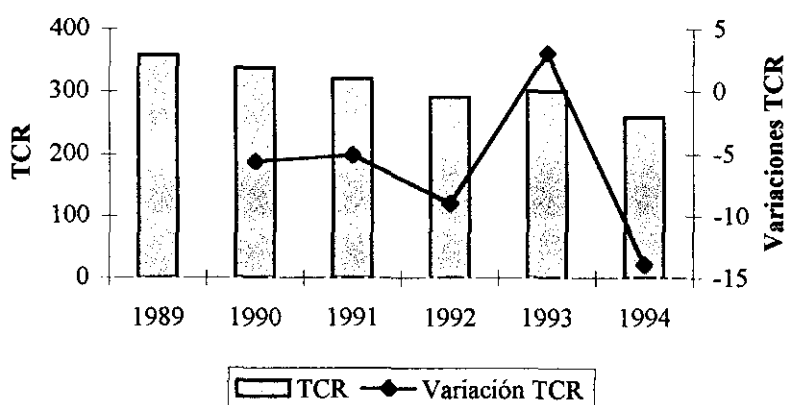
Gráfico 2.24
Argentina
 Tipo de cambio real



Fuente: elaboración propia⁷⁸ a partir de datos del FMI.

En cuanto a Chile cabe añadir que el efecto sobre el tipo de cambio real fue similar que en el caso anterior ya que la caída de este se debe al efecto preponderante de los precios sobre el tipo de cambio si bien la caída de este se ve suavizada por el hecho de que los movimientos de precios y de tipo de cambio nominal no tienen un carácter tan dispar y acaban por compensarse en mayor medida.

Gráfico 2.25
Chile
 Tipo de cambio real



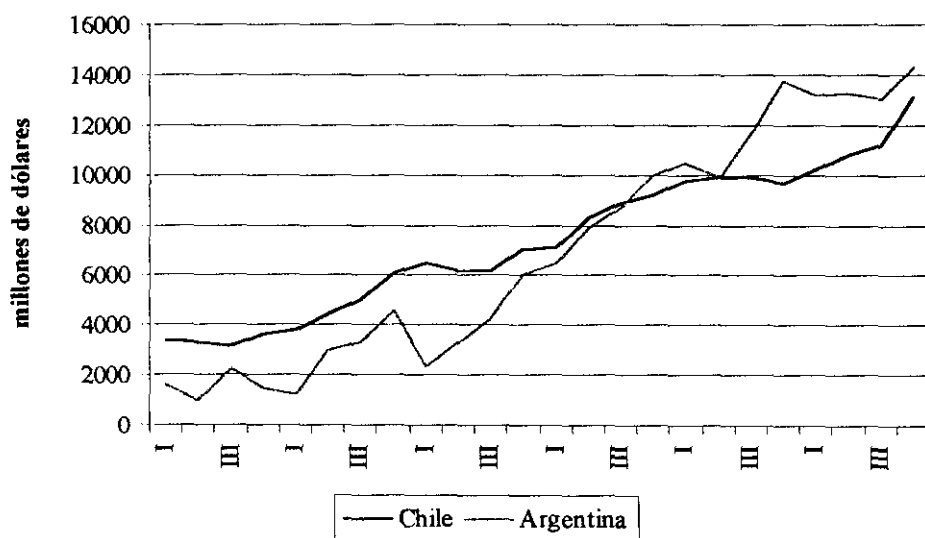
Fuente: elaboración propia a partir de datos del FMI.

⁷⁸ Las cifras de TCR se han calculado según la expresión: $TCR = E \cdot P^* / P$.

2.7.6 Acumulación de reservas internacionales

Otra de las consecuencias que la entrada de capitales tuvo para los países receptores de los mismos fue la acumulación de grandes cantidades de reservas internacionales. Argentina y Chile acumularon reservas a niveles muy similares durante el período de estudio lo que representa que en proporción con el producto interno la acumulación de reservas internacionales fue mucho mayor en Chile que en Argentina tal y como se puede apreciar en el gráfico 2.26. De la misma forma En los gráficos 2.28 y 2.29 del apéndice gráfico final se puede observar cómo el valor de las reservas en proporción al PIB es considerablemente mayor en Chile que en Argentina y por otro lado la estrecha vinculación entre reservas monetarias y base monetaria que se mantiene en Argentina en virtud del compromiso del *Plan de Convertibilidad*.

Gráfico 2.26
Argentina y Chile
 Reservas totales menos oro
 (millones de dólares)



Fuente: FMI.

Capítulo II
Apéndice gráfico y estadístico

Capítulo II Apéndice gráfico y estadístico

Gráficos y cuadros:

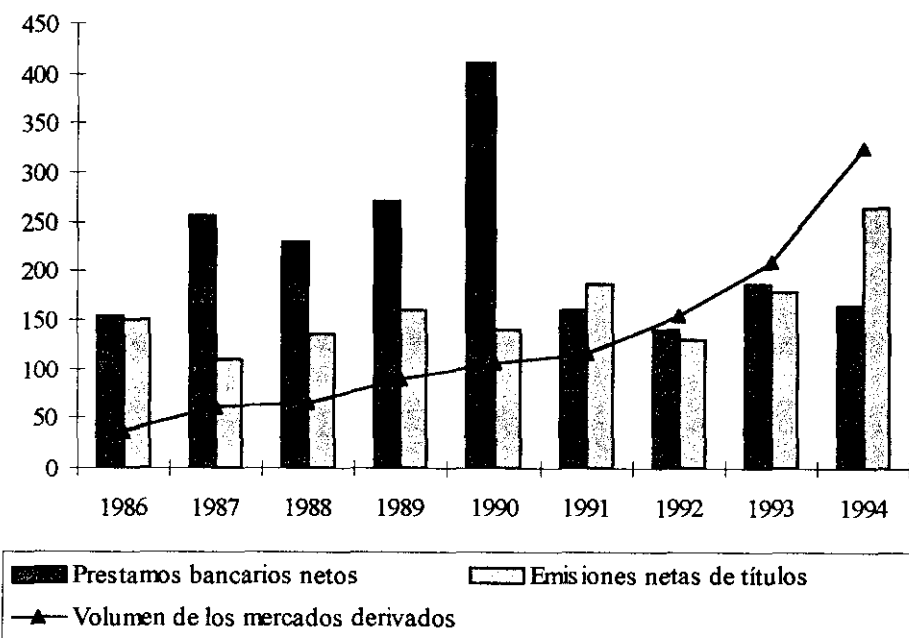
Gráfico 2.1. Fuentes de financiación internacional. Período 1986-1994. Datos en miles de millones de dólares para el crédito bancario y la emisión de títulos y en billones de dólares para los instrumentos derivados. Fuente; BPI	142
Gráfico 2.2. PVD; flujos de capitales en acciones por regiones. Datos en millones de dólares. Período 1989-1994. Fuente; BM	142
Gráfico 2.3. PVD; flujos de capitales en bonos por regiones. Datos en millones de dólares. Período 1989-1994. Fuente; BM	143
Gráfico 2.4. Argentina; emisión internacional de bonos y acciones y entradas netas de capitales exteriores. Datos en millones de dólares. Período 1990-1994. Fuente; CEPAL.	144
Gráfico 2.5. Chile; emisión internacional de bonos y acciones y entradas netas de capitales exteriores. Datos en millones de dólares. Período 1990-1994. Fuente; CEPAL	144
Gráfico 2.6. Argentina; cuenta corriente y cuenta financiera. Datos en millones de dólares. Período 1989-1994. Fuente; FMI	145
Gráfico 2.7. Chile; cuenta corriente y cuenta financiera. Datos en millones de dólares. Período 1989-1994. Fuente; FMI	145
Gráfico 2.8. Chile; tasas de interés de los PRBCs del Banco Central de Chile y de los depósitos bancarios. Datos trimestrales. Fuente: Banco Central de Chile (para los PRBCs) y FMI (depósitos).....	146
Gráfico 2.9. Chile y Estados Unidos; diferencia entre los tipos de interés de préstamos y depósitos. Datos trimestrales. Período 1989-1994. Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.....	147
Gráfico 2.10. Argentina y Estados Unidos; diferencia entre los tipos de interés de préstamos y depósitos. Datos trimestrales. Período 1989-1994. Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.....	147
Gráficos 2.11 y 2.12 Argentina y Chile; índice bursátil en moneda nacional. Período 1990-1994. Datos mensuales. Fuente; CFI.....	148
Gráficos 2.13 y 2.14. Argentina y Chile; índice bursátil en dólares. Período 1990-1994. Datos mensuales. Fuente; CFI.....	148
Gráfico 2.15. Argentina; Entradas netas de capitales y capitales e inversión en cartera. Datos en millones de dólares. Fuente; FMI.....	149
Gráfico 2.16. Chile; Entradas netas de capitales e inversión en cartera. Datos en millones de dólares. Fuente; FMI.....	149
Gráfico 2.17. Argentina; entradas de capitales y balanza comercial. Datos en millones de dólares. Datos anuales en dólares corrientes. Período 1989-1994. Fuente; FMI.....	150
Gráfico 2.18. Chile; entradas de capitales y balanza comercial. Datos en millones de dólares. Datos anuales en dólares corrientes. Período 1989-1994. Fuente; FMI.....	150

Gráfico 2.19. Argentina; flujos de capitales y consumo. Datos anuales en millones de dólares corrientes. Período 1989-1994. Fuente; FMI.....	151
Gráfico 2.20. Chile; flujos de capitales y consumo. Datos anuales en millones de dólares corrientes. Período 1989-1994. Fuente; FMI.....	151
Gráfico 2.21. Argentina y Chile; consumo como porcentaje del PIB. Período 1989-1994. Fuente; FMI.....	152
Gráfico 2.22. Chile; variaciones porcentuales de los flujos de capitales y del consumo respecto del año anterior. Período 1990-1994. Fuente; elaboración propia en base a datos del FMI.....	153
Gráfico 2.23. Argentina; variaciones porcentuales de los flujos de capitales y del consumo respecto del año anterior. Período 1990-1994. Fuente; elaboración propia en base a datos del FMI.....	153
Gráfico 2.24. Argentina; componentes del TCR. Período 1989-1994. Datos anuales. Fuente; FMI.....	154
Gráfico 2.25. Chile; componentes del TCR. Período 1989-1994. Datos anuales. Fuente; FMI.....	154
Gráfico 2.26. Argentina; índice de tipo de cambio efectivo real (TCER) y variaciones anuales del índice TCER. Período 1984-1994. Datos anuales. Fuente; FMI.....	155
Gráfico 2.27. Chile; índice de tipo de cambio efectivo real (TCER) y variaciones anuales del índice TCER. Período 1984-1994. Datos anuales. Fuente; FMI.....	155
Gráfico 2.28. Argentina; reservas internacionales, base monetaria, diferencia entre reservas internacionales y base monetaria, y oferta monetaria. Período 1984-1994. Datos anuales. Fuente; FMI.....	156
Gráfico 2.29. Chile; reservas internacionales, base monetaria, diferencia entre reservas internacionales y base monetaria, y oferta monetaria. Período 1984-1994. Datos anuales. Fuente; FMI.....	156
Cuadro 2.1. Flujos anuales de inversión privada mundial. Años 1981, 1989, 1993. Datos en miles de millones de dólares. Fuente; FMI y UNCTAD.....	157
Cuadro 2.2. Países menos desarrollados; deuda total. Años 1973, 1977, 1980, 1981 y 1982. Datos en miles de millones de dólares. Fuente; BM.....	157
Cuadro 2.3. Tasa del LIBOR a corto plazo del dólar (en términos nominales y reales) y rendimiento a largo plazo de los bonos del gobierno estadounidense. Años 1979-1988 (media), 1989 y 1992. Fuente; FMI.....	157

Gráfico 2.1

Fuentes de financiación internacional

(datos en miles de millones de dólares para el crédito bancario y la emisión de títulos y en billones de dólares para los instrumentos derivados)

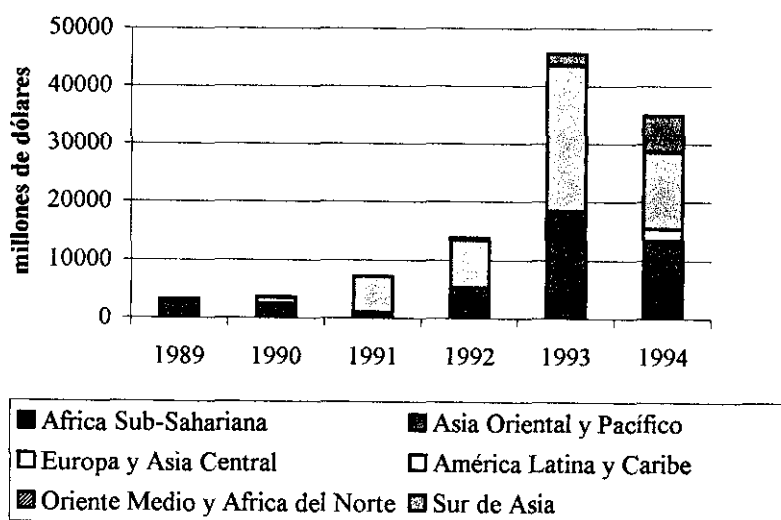


Fuente: BPI (Banco de Pagos Internacionales de Basilea).

Gráfico 2.2

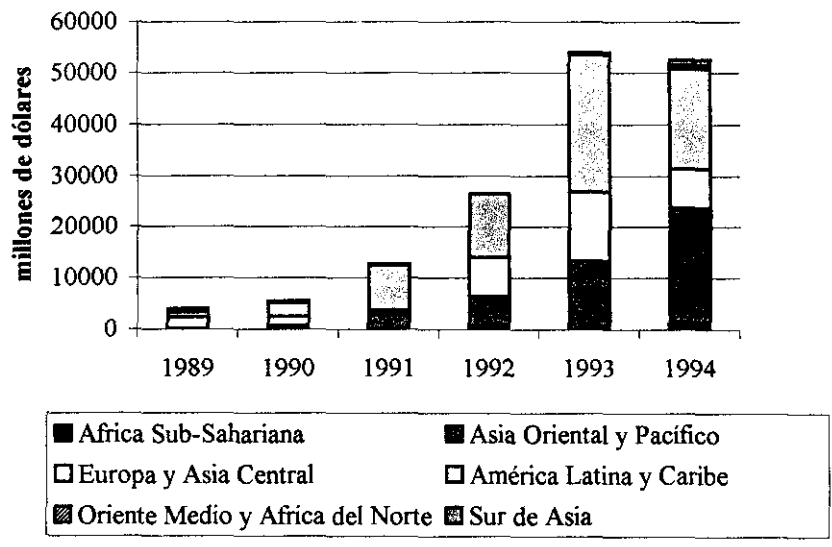
PVD

Flujos de capitales en acciones por regiones
(millones de dólares)



Fuente: BM (Banco Mundial).

Gráfico 2.3
PVD
 Flujos de capitales en bonos por regiones
 (millones de dólares)

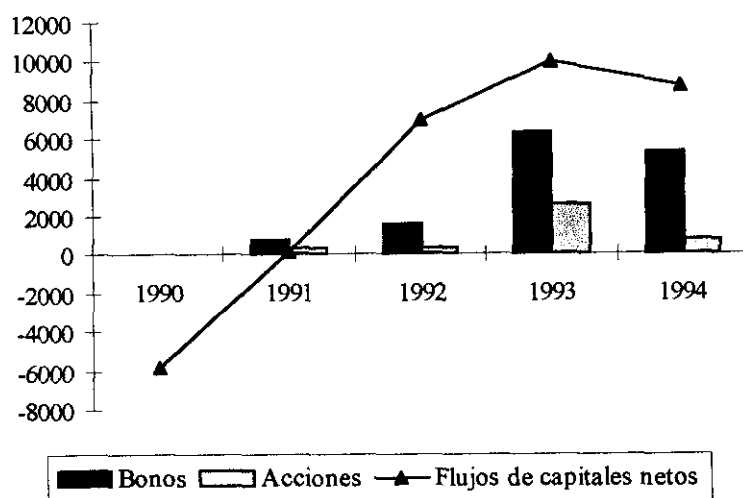


Fuente: BM.

Gráfico 2.4

Argentina

Emisión internacional de bonos y acciones y entradas netas de capitales exteriores¹
(millones de dólares)

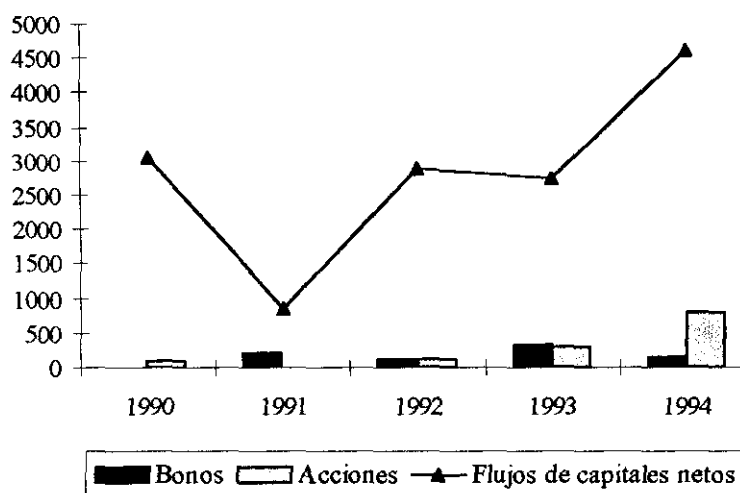


Fuente: CEPAL.

Gráfico 2.5

Chile

Emisión internacional de bonos y acciones y entradas netas de capitales exteriores²
(millones de dólares)

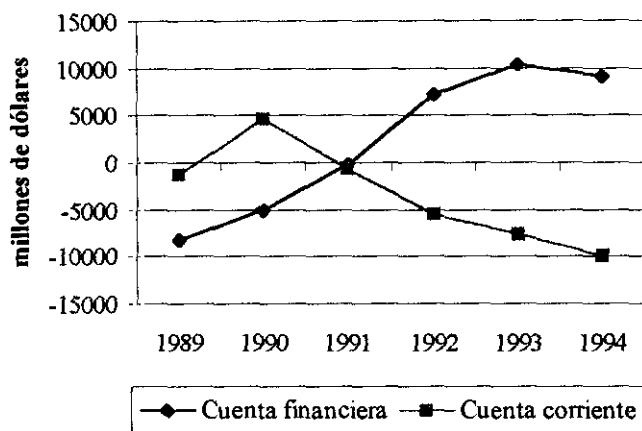


Fuente: CEPAL.

¹ Las emisiones internacionales de bonos se refieren a *ADRs* y *GDRs* para la ampliación de nuevo capital, las de acciones reflejan el financiamiento bruto y las entradas netas de capitales exteriores vienen representadas por el saldo de la cuenta financiera.

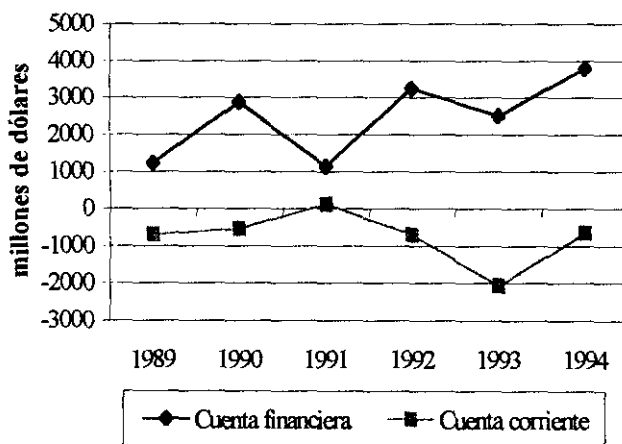
² Al igual que en el gráfico anterior, las emisiones internacionales de bonos se refieren a *ADRs* y *GDRs* para la ampliación de nuevo capital, las de acciones reflejan el financiamiento bruto y las entradas netas de capitales exteriores vienen representadas por el saldo de la cuenta financiera.

Gráfico 2.6
Argentina
 Cuenta corriente y financiera (1989-1994)
 (millones de dólares)



Fuente: FMI.

Gráfico 2.7
Chile
 Cuenta corriente y financiera (1989-1994)
 (millones de dólares)

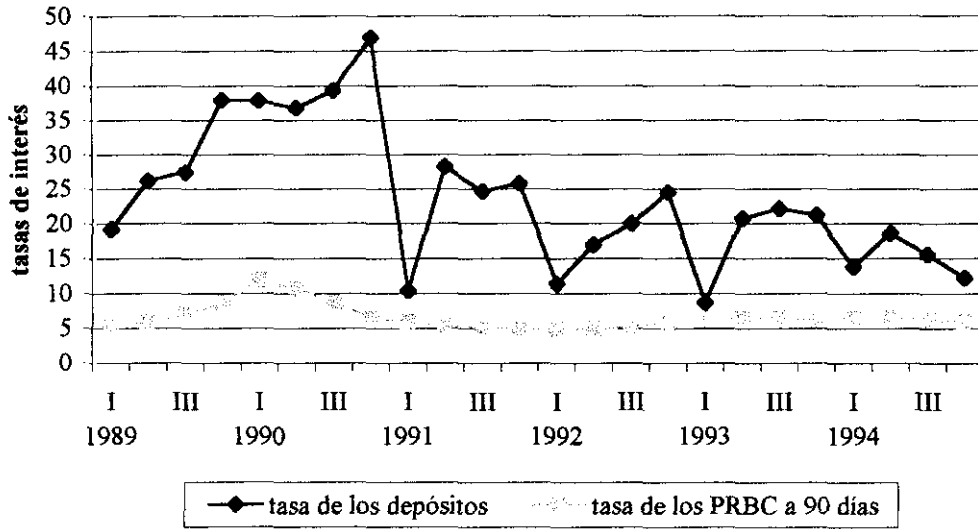


Fuente: FMI.

Gráfico 2.8

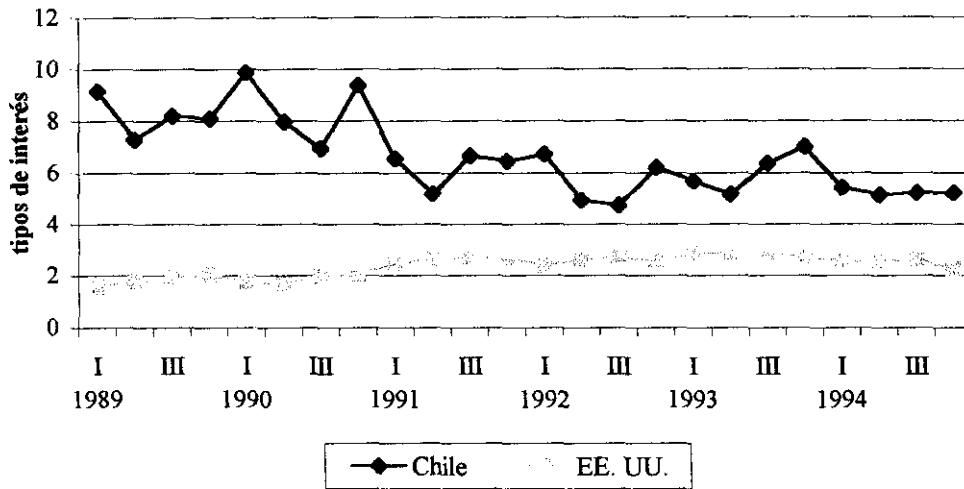
Chile

Tasas de interés de los PRBCs del Banco Central de Chile y de los depósitos bancarios



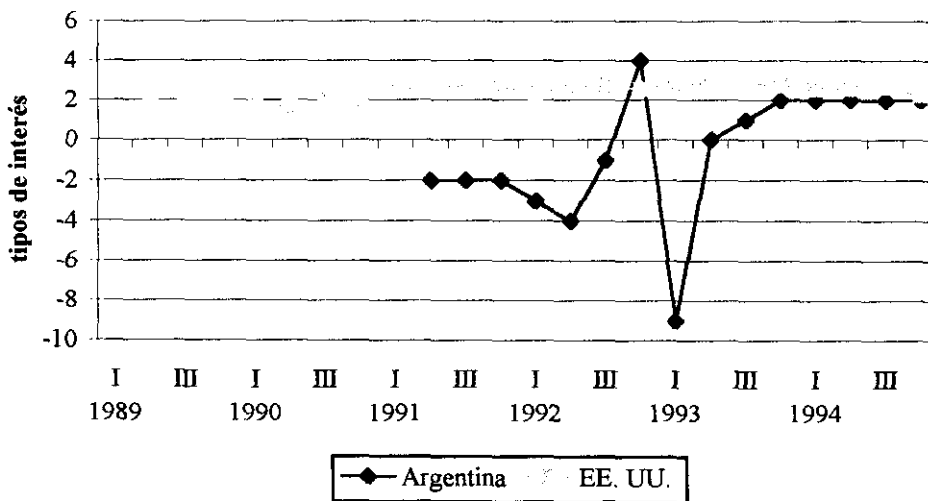
Fuente: FMI.

Gráfico 2.9
Chile y Estados Unidos
 Diferencia entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos



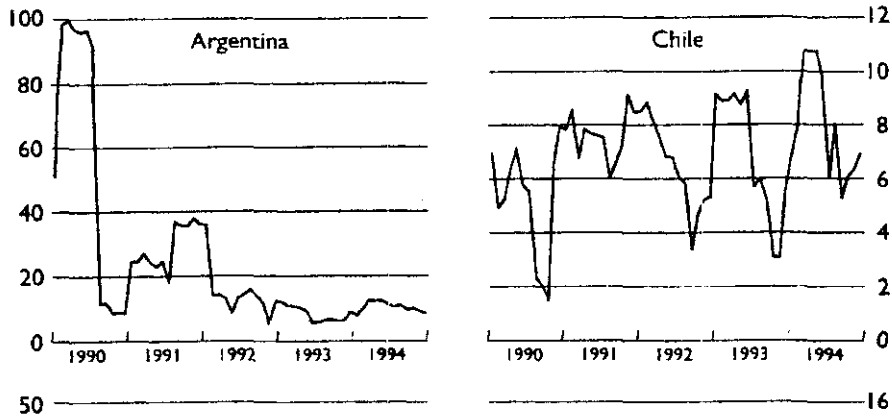
Fuente: FMI.

Gráfico 2.10
Argentina y Estados Unidos
 Diferencia entre los tipos de interés de los préstamos y de los depósitos



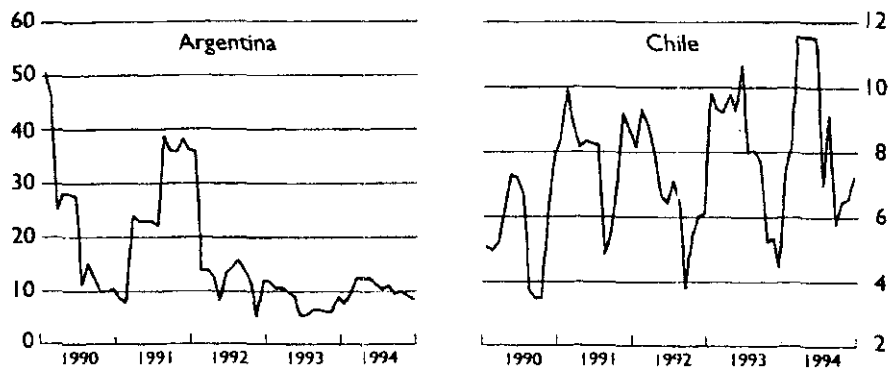
Fuente: FMI.

Gráficos 2.11 y 2.12
Argentina y Chile
 Índices bursátiles en moneda nacional



Fuente: CFI (Corporación Financiera Internacional).

Gráficos 2.13 y 2.14
Argentina y Chile
 Índices bursátiles en dólares

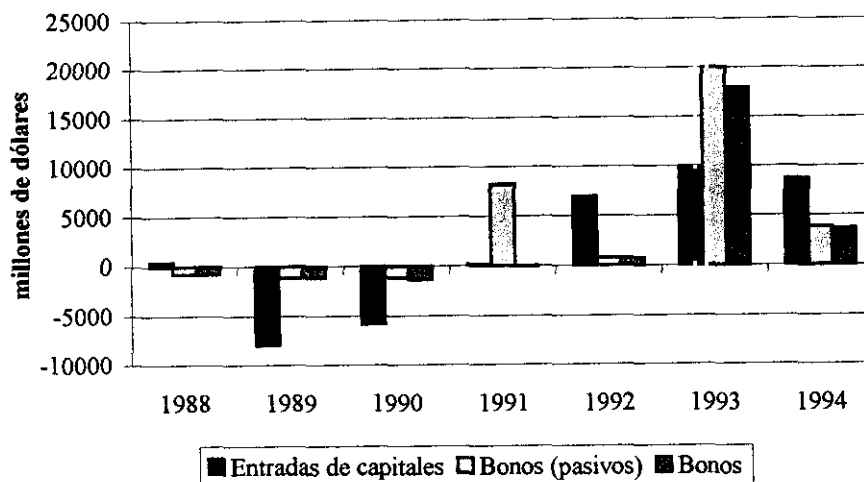


Fuente: CFI.

Gráfico 2.15

Argentina

Entradas netas de capitales e inversión extranjera en cartera³
(millones de dólares)

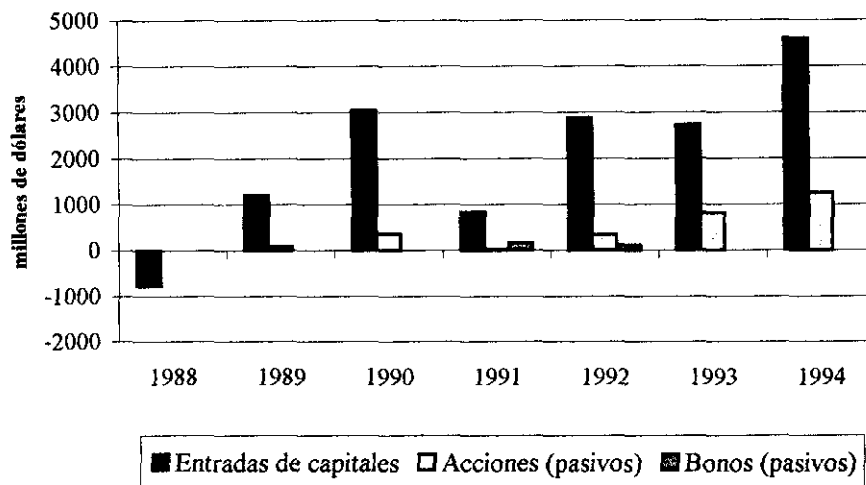


Fuente: FMI.

Gráfico 2.16

Chile

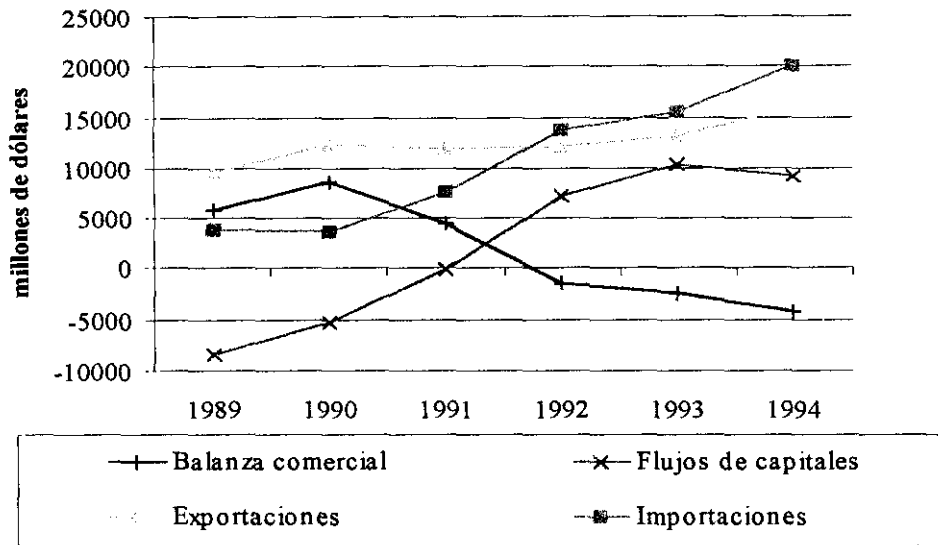
Entradas netas de capitales e inversión extranjera en cartera
(millones de dólares)



Fuente: FMI.

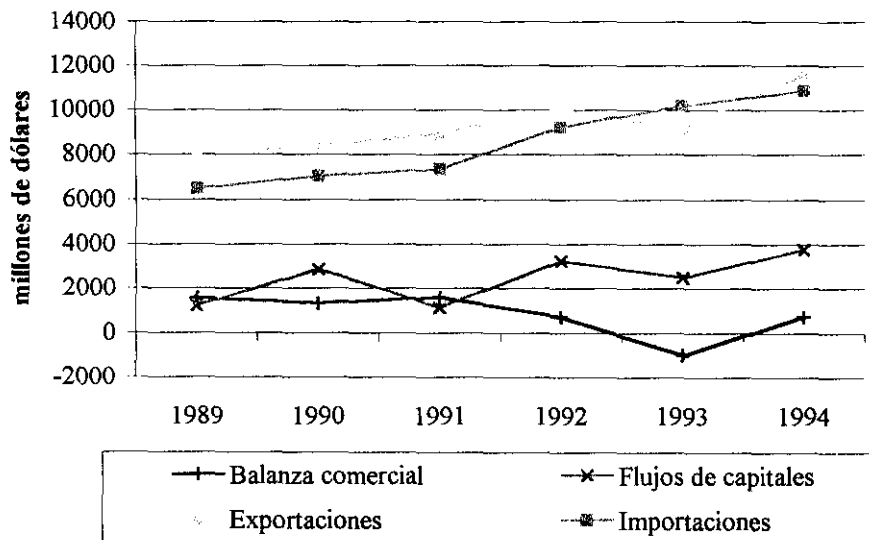
³ Bonos (pasivos): bonos que representan una obligación para el país declarante. Una cifra positiva representa la venta de obligaciones de empresas argentinas al extranjero.
Bonos: representa el saldo neto de bonos, es decir, "Bonos (pasivo)" menos "Bonos (activo)".

Gráfico 2.17
Argentina
 Flujos de capitales y balanza comercial



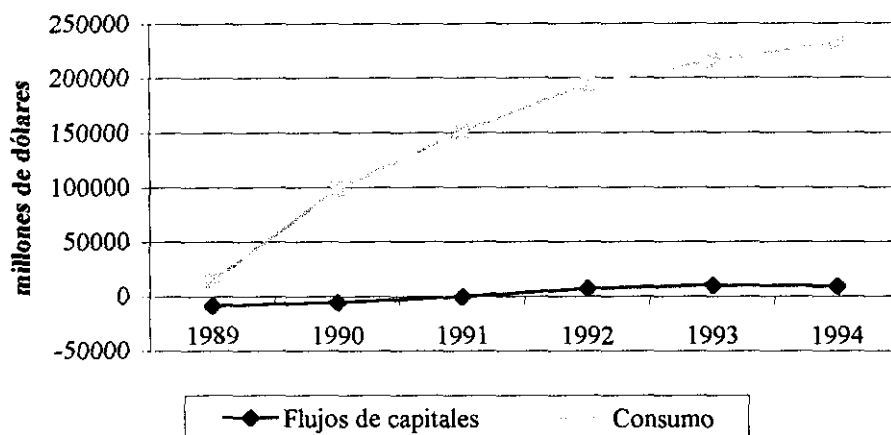
Fuente: FMI.

Gráfico 2.18
Chile
 Flujos de capitales y balanza comercial



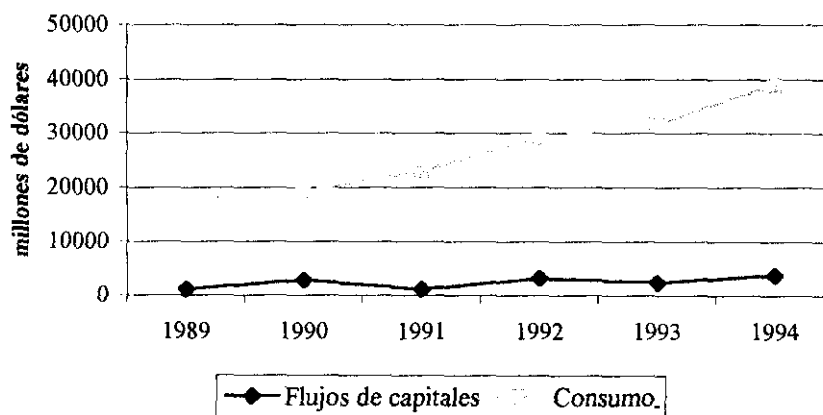
Fuente: FMI.

Gráfico 2.19
Argentina
 Flujos de capitales y consumo⁴



Fuente: FMI.

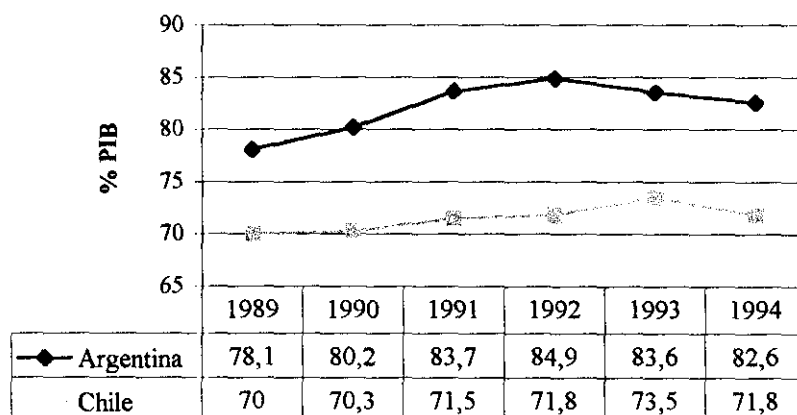
Gráfico 2.20
Chile
 Flujos de capitales y consumo



Fuente: FMI.

⁴ En el caso de Argentina el consumo hace referencia al consumo privado.

Gráfico 2.21
Argentina y Chile
 Consumo como porcentaje del PIB

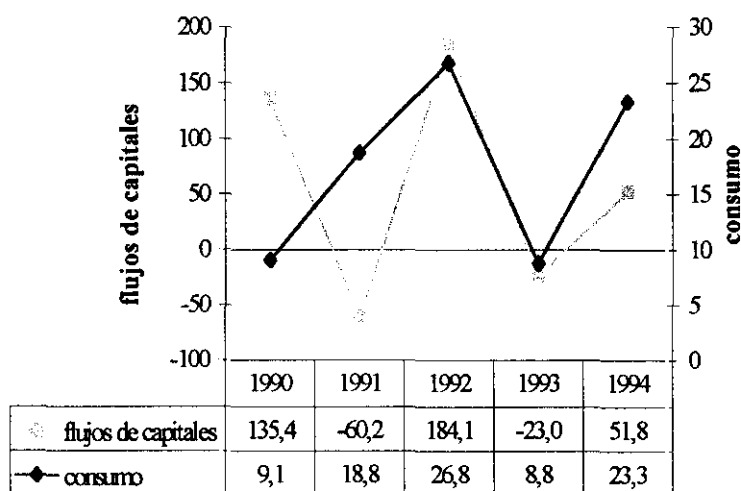


Fuente: FMI.

Gráfico-2.22

Chile

Variaciones porcentuales de los flujos de capitales y del consumo respecto del año anterior⁵

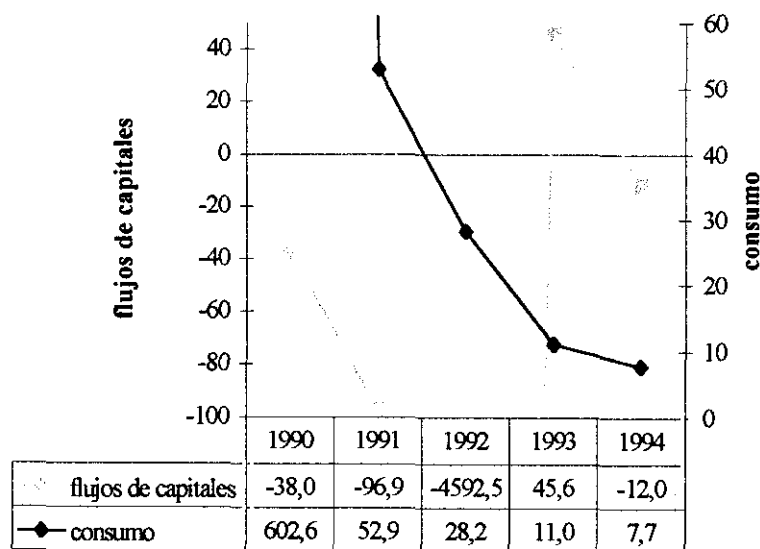


Fuente: elaboración propia sobre la base de datos del FMI.

Gráfico 2.23

Argentina

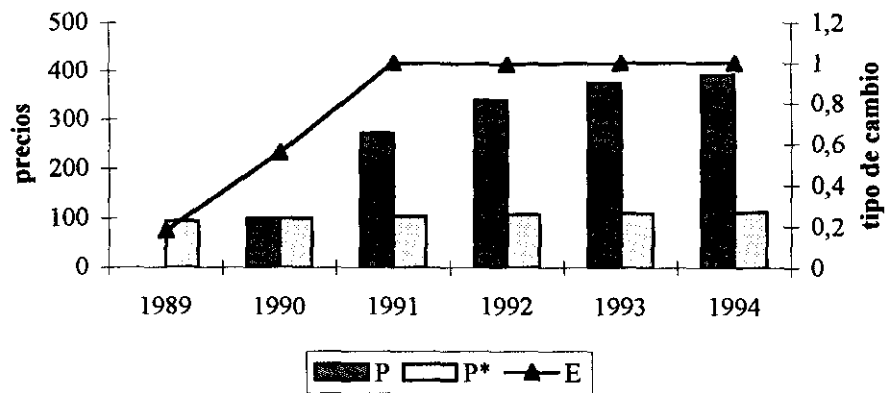
Variaciones porcentuales de los flujos de capitales y del consumo respecto del año anterior



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos del FMI.

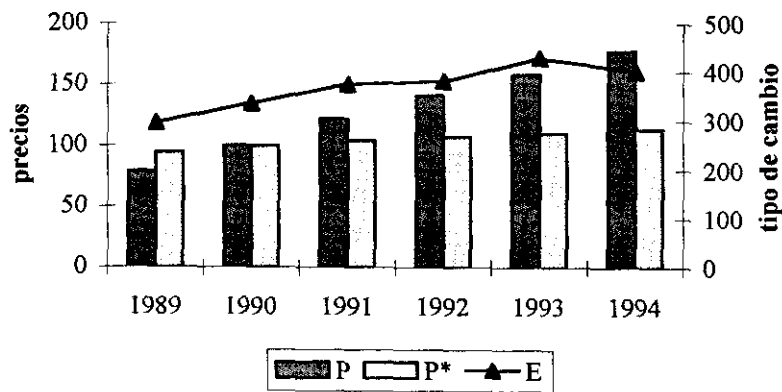
⁵ Dichas variaciones porcentuales, para éste gráfico como para el siguiente, están calculadas según la siguiente fórmula; Variación = $(X_t - X_{t-1}) * 100 / X_{t-1}$. Siendo: X_t la cantidad del año t y X_{t-1} la cantidad correspondiente al año anterior.

Gráfico 2.24
Argentina
 Componentes del TCR⁶



Fuente: FMI.

Gráfico 2.25
Chile
 Componentes del TCR



Fuente: FMI.

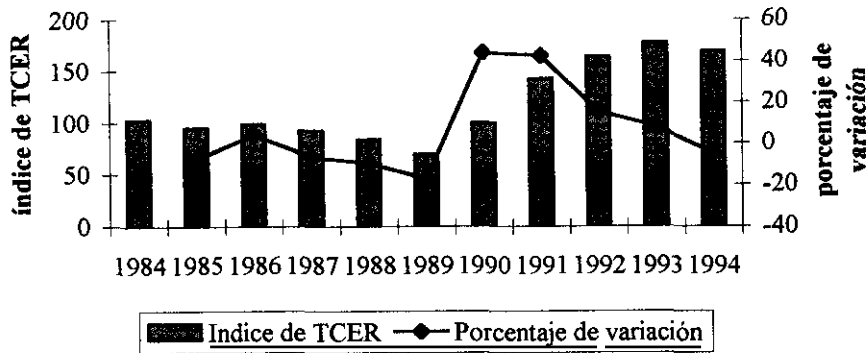
⁶ Para el gráfico 2.24 y para el gráfico 2.25:

P: Precios internos.

P*: Precios del resto del mundo.

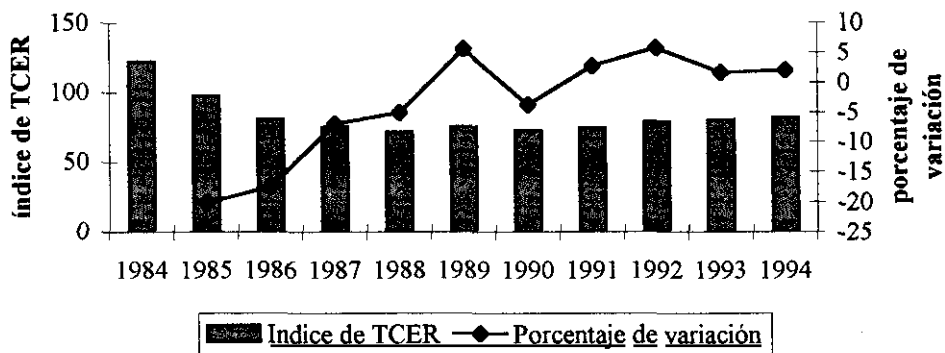
E: Tipo de cambio nominal.

Gráfico 2.26
Argentina
Indice de TCER



Fuente: FMI.

Gráfico 2.27
Chile
Indice de TCER

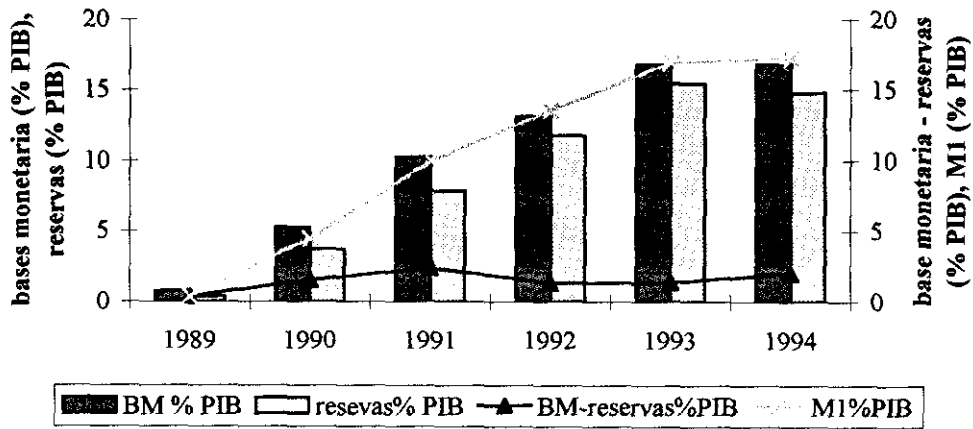


Fuente: FMI.

Gráfico 2.28

Argentina

Reservas internacionales, base monetaria,
diferencia entre reservas internacionales y base monetaria, y oferta monetaria
(como porcentaje del PIB)

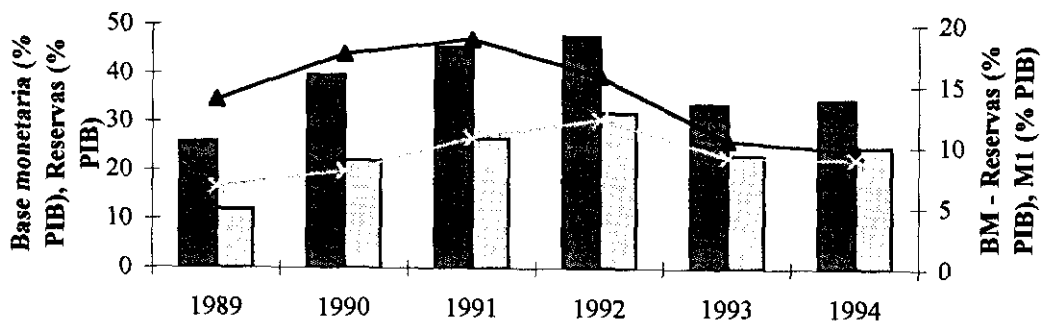


Fuente: FMI.

Gráfico 2.29

Chile

Reservas internacionales, base monetaria,
diferencia entre reservas internacionales y base monetaria, y oferta monetaria
(como porcentaje del PIB)



Fuente: FMI.

Cuadro 2.1

Composición de los flujos anuales de inversión privada mundial
(miles de millones de dólares)

	1981	1989	1993
Préstamos bancarios	163	121	130
Inversión directa	58	193	194
Inversión de cartera	52	252	357

Fuente: FMI para la inversión en cartera y
UNCTAD para la inversión directa.

Cuadro 2.2

Países menos desarrollados
Deuda total
(miles de millones de dólares)

	1973	1977	1980	1981	1982
Total	108,2	238,8	444,6	520,6	574,4
Banca	42,5	114,8	257,1	304,2	337,6

Fuente: Banco Mundial y BIS.

Cuadro 2.3

Tipo de interés a corto y a largo plazo
(en puntos porcentuales)

	1979/88*	1989	1992
LIBOR a corto plazo del dólar en términos nominales	11,0	9,0	4,0
LIBOR a corto plazo del dólar en términos reales	4,4	4,6	0,9
Bonos a largo plazo del Tesoro norteamericano	11,0	8,	7,0

Fuente: FMI.

* Media del período.

Capítulo III
Especificación del modelo

Capítulo III Especificación del modelo

Esquema:

3.1	Introducción.....	162
3.2	El diagrama de la balanza de pagos.....	164
3.2.1	La cuenta corriente.....	164
3.2.2	La cuenta financiera.....	166
3.2.3	El equilibrio de la cuenta de capital y la cuenta corriente: el diagrama del equilibrio financiero exterior.....	170
3.2.4	El diagrama del equilibrio financiero exterior y las reservas.....	172
3.2.5	La relación entre R y M	178
3.2.5.1	La no-intervención de las autoridades económicas.....	178
3.2.5.2	Con intervención del banco central.....	183
3.3.5	Supuestos de partida del diagrama de la BP.....	185
3.4	Representación del TCR; el diagrama PP-EE.....	187
3.4.1	Obtención de las curvas PP y EE.....	187
3.4.2	La intersección de la PP y de la EE.....	190
3.4.3	Algunas consideraciones sobre el diagrama PP-EE.....	191
3.5	El dinero, los tipos de interés y los tipos de cambio; el diagrama del mercado de divisas.....	193
3.5.1	La rentabilidad y los tipos de cambio.....	193
3.5.1.1	El tipo de cambio de equilibrio.....	193
3.5.1.3	El tipo de interés del dólar y el tipo de cambio nominal.....	195
3.5.1.4	El efecto de las variaciones del tipo de cambio esperado sobre el tipo de cambio corriente.....	195
3.6	El diagrama del mercado monetario.....	197
3.6.1	El tipo de interés y la demanda de dinero.....	197
3.6.1.1	La representación de la demanda real de dinero.....	198
3.6.1.2	Un aumento de la renta real.....	198
3.6.2	El tipo de interés y la oferta de dinero.....	199
3.6.2.1	Un aumento de la oferta de dinero.....	199
3.6.3	El equilibrio en el mercado monetario.....	200
3.6.3.1	Un aumento/disminución de la oferta monetaria.....	201
3.6.3.2	Un aumento del producto nacional.....	201
3.6.4	Algunas consideraciones sobre este modelo de equilibrio monetario.....	202
3.7	El mercado monetario y el mercado de divisas; la integración de los dos diagramas.....	204
3.7.1	En equilibrio en los mercados monetario y de divisas.....	204
3.7.2	Los efectos de las variaciones de la oferta monetaria sobre el tipo de cambio corriente.....	205
3.7.3	La oferta monetaria norteamericana y el tipo de cambio del peso respecto al dólar.....	205
3.7.4	Una variación de las expectativas de tipo de cambio.....	206
3.8	La integración del diagrama de la balanza de pagos y el diagrama PP-EE.....	207
3.8.1	Un aumento de las reservas partiendo de la posición de equilibrio.....	208
3.8.2	Acceder al equilibrio con acumulación de reservas.....	209
3.9	La integración de los diagramas PP-EE y de los mercados de cambio y monetario.....	211
3.10	El modelo global.....	214
3.10.1	El equilibrio global.....	214
3.11	Supuestos de partida del modelo y algunas consideraciones sobre el mismo.....	216

Diagramas:

Diagrama 3.1. Modelo global; presentación	162
Diagrama 3.2. Recta XM; origen.....	164
Diagrama 3.3. Recta XM; ajuste.....	166
Diagrama 3.4. Recta FF; origen	167
Diagrama 3.5. Curva FF; pendiente.....	168
Diagrama 3.6. Curva FF; aumentos progresivos de las entradas de capitales sobre el TCR.....	169
Diagrama 3.7. Curva FF; Variaciones	170
Diagrama 3.8. Rectas XM y FF; equilibrio de la BP.....	171
Diagrama 3.9. Rectas XM y FF; significado del los cuadrantes	171
Diagrama 3.10. Diagrama de la BP; estudio de la zona II.....	173
Diagrama 3.11. Diagrama de la BP; zona de acumulación y zona de pérdida de reservas	175
Diagrama 3.12. Recta EE; origen.....	187
Diagrama 3.13. Recta EE; desplazamiento a la derecha.....	188
Diagrama 3.14. Recta EE; desplazamiento a la izquierda	188
Diagrama 3.15. Recta PP; origen.....	189
Diagrama 3.16. Recta PP; desplazamientos.....	189
Diagrama 3.17. Diagrama del TCR.....	190
Diagrama 3.18. Diagrama del TCR; una aumento del TCR.....	190
Diagrama 3.19. Diagrama del TCR; rigideces de precios a la baja.....	192
Diagrama 3.20. Diagrama del mercado de divisas	193
Diagrama 3.21. Diagrama del mercado de divisas; equilibrio y puntos fuera del equilibrio.....	194
Diagramas 3.22 y 3.23. Diagramas del mercado de divisas; aumento y disminución del tipo de interés del peso.....	195
Diagramas 3.24 y 3.25. Diagramas del mercado de divisas; aumento y disminución del tipo de interés del dólar.....	195
Diagrama 3.26. Curva L; la demanda real de dinero.....	198
Diagrama 3.27. Curva L; desplazamiento.....	198
Diagrama 3.28. Recta M.....	199
Diagrama 3.29. Recta L; desplazamientos.....	199
Diagrama 3.30. Diagrama del mercado monetario; equilibrio y puntos fuera del equilibrio	200

Diagramas 3.31 y 3.32. Diagramas del mercado monetario; aumento y disminución de la oferta monetaria.....	201
Diagrama 3.33. Diagrama del mercado monetario; aumento de la demanda real de dinero provocado por un aumento en el producto nacional.....	202
Diagrama 3.34. Diagrama del mercado de divisas y del mercado monetario; equilibrio en ambos mercados.....	204
Diagrama 3.35. Diagrama del mercado de divisas y del mercado monetario; una variación de la oferta monetaria.....	205
Diagrama 3.36. Diagrama del mercado de divisas y del mercado monetario; una variación de la oferta monetaria extranjera.....	206
Diagrama 3.37. Diagramas PP-EE y de la BP; la integración.....	207
Diagrama 3.38. Diagramas PP-EE y de la BP; un aumento de las reservas.....	209
Diagrama 3.39. Diagramas PP-EE y del BP; la vuelta al equilibrio.....	210
Diagrama 3.40. Diagramas PP-EE y de los mercados monetario y de divisas; la integración.....	211
Diagrama 3.41. Diagrama PP-EE y de los mercados monetario y de divisas; un aumento del tipo de cambio nominal.....	212
Diagrama 3.42. Diagrama PP-EE y de los mercados monetario y de divisas; un aumento de la rentabilidad del dólar.....	213
Diagrama 3.43. Diagramas de la BP, PP-EE y de los mercados monetario y de divisas; el equilibrio global del modelo.....	214

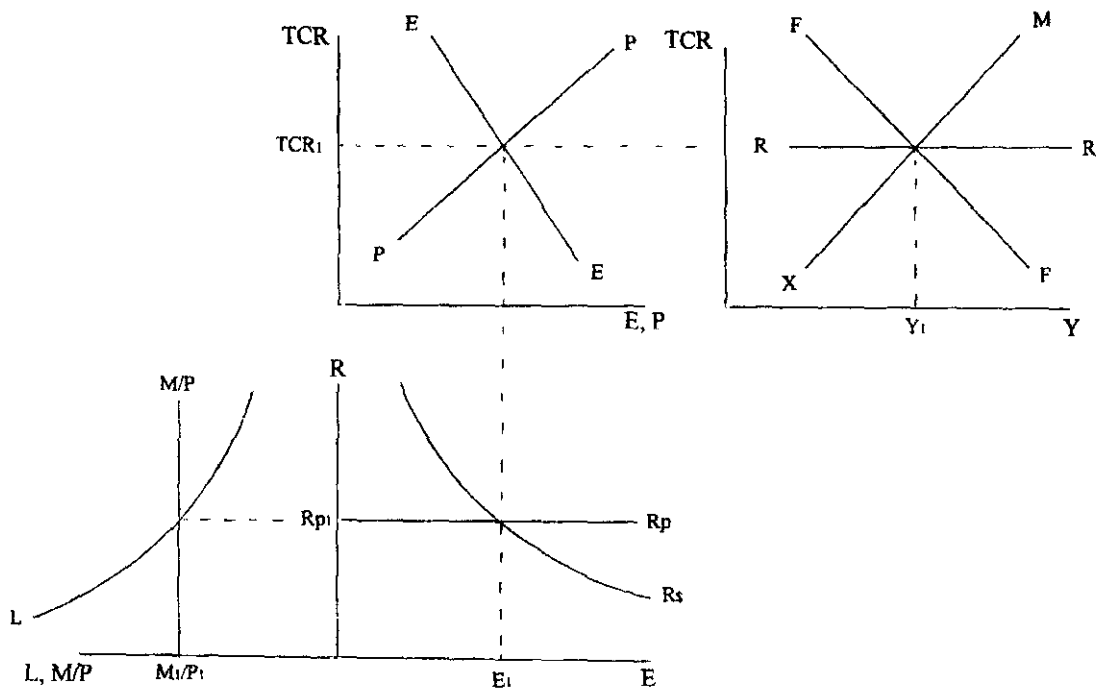
3.1 Introducción

Como elemento fundamental en la tesis se ha desarrollado una estructura analítica (llamémoslo modelo) en base a la cual se pueda interpretar la información obtenida sobre las dos economías objeto de estudio, expuesta en los capítulos anteriores. El análisis de la problemática de los flujos de capitales se simplifica tremendamente mediante este modelo que trata de reducir el estudio a un número de variables que hacen más sencillo el análisis del tema que nos ocupa.

Para poder realizar la comparación del fenómeno de los flujos de capitales se hace preciso, por tanto, estudiar estas dos economías de tal forma que podamos fijar la atención en un conjunto de variables comunes pero cuya respuesta ante determinadas modificaciones haya sido distinta, y de esta forma tratar de explicar porqué cada una de estas economías ha reaccionado de forma diferente o similar etc. Se trata por tanto de crear un núcleo teórico alrededor del cual aplicar una serie de situaciones concretas, de una forma elemental y simplificada, para posteriormente sacar una serie de conclusiones y adherir determinados condicionantes y circunstancias que no se pueden introducir directamente en el modelo.

El objetivo de este apartado no es el de realizar el mencionado análisis, esto lo dejamos para el capítulo siguiente, sino la presentación y desarrollo del modelo que aparece representado en el diagrama 3.1:

Diagrama 3.1
Modelo global
Presentación



Los distintos apartados se organizan para hacer lo más comprensible posible el desarrollo de la explicación que permita conocer el funcionamiento del modelo.

Para evitar confusiones se ha denominado a cada uno de estos diagramas con un nombre; el diagrama que figura en la parte superior derecha se denomina “diagrama de la balanza de pagos” o “diagrama de la BP”, a continuación, el diagrama que aparece a su izquierda en la parte superior lo hemos denominado “diagrama PP-EE” o “diagrama del TCR”. En la parte inferior aparece el conocido modelo que relaciona el mercado monetario nacional con el mercado de divisas, y los hemos denominado con el nombre de “diagrama del mercado monetario” (a la izquierda) y “diagrama del mercado de divisas” (a la derecha).

El desarrollo de distintos apartados del capítulo no responde exactamente con el número de diagramas que aparecen en el modelo ya que cuando se ha juzgado necesario se han introducido apartados que desarrollan las interrelaciones entre algunos de estos diagramas.

3.2 El diagrama de la balanza de Pagos

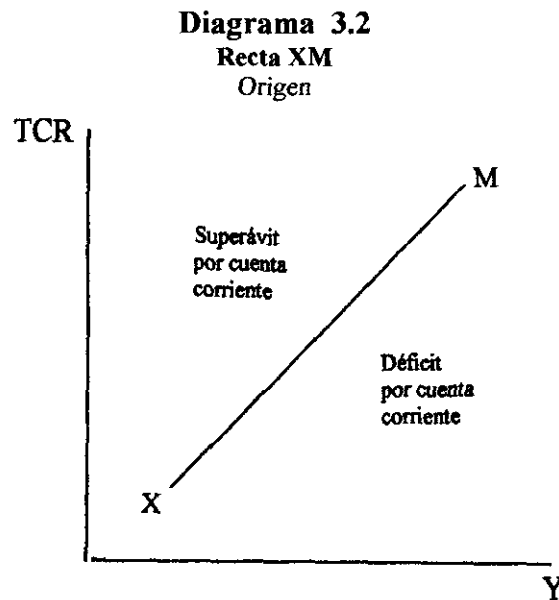
El diagrama de la BP, como su propio nombre indica, trata de reflejar el comportamiento de un país frente al exterior tanto en lo referente a las operaciones corrientes que éste realiza como en aquellas operaciones de ámbito financiero que permitirán al país consumir por encima de su capacidad en un ejercicio determinado o, en caso contrario, colocar en el exterior aquellos recursos de los que no tenga necesidad.

Como podremos comprobar en el desarrollo del diagrama se trata simplemente de representar de forma gráfica el hecho de tanto la cuenta corriente como la cuenta de capital pueden reflejar saldos positivos o negativos, dando posibilidad a múltiples combinaciones y a no menos implicaciones y dilemas en el ámbito de la política económica.

3.2.1 La cuenta corriente

La recta XM representa las combinaciones de TCR¹ y Producto para las que la cuenta corriente se encuentra en equilibrio², es decir, aquellos puntos donde el valor de las exportaciones igual al valor de las importaciones.

Como se puede apreciar en el diagrama 3.2 en el eje de ordenadas aparece el TCR y en el eje de abscisas aparece el nivel de producto³.



¹ Tal y como queda definido en el punto 3 del apéndice metodológico según la expresión:
 $TCR = E \times P^*/P$.

² Para simplificar el análisis vamos a identificar la cuenta corriente con la balanza comercial.

³ El nivel de producto aparece simplemente como referente de valoración tal y como veremos en adelante.

La recta XM tenderá a tener pendiente positiva ya que un aumento del producto aumenta las importaciones y el TCR deberá subir, es decir, se deberá abaratar la cesta de bienes nacionales para seguir en equilibrio.

Una XM más plana implica que pequeñas variaciones del tipo de cambio real provocarán grandes movimientos en el saldo de la cuenta corriente y por el contrario a mayor inclinación que adquiriera la XM harán falta grandes variaciones del TCR para provocar un cambio en la cuenta corriente, el caso extremo viene representado por la XM vertical en el que la cuenta corriente no se verá afectada por el TCR⁴.

Los puntos situados por encima de la recta XM implican un superávit de la cuenta corriente y para alcanzar el equilibrio en el que las exportaciones netas sean nulas deberemos descender y los puntos por debajo de la recta representan un déficit, con lo que para alcanzar el citado equilibrio deberemos desplazarnos hacia arriba.

El punto "A" situado por encima de la recta XM implica un superávit en la cuenta corriente, permaneciendo lo demás constante, es decir, dejando de lado el efecto de la cuenta de capital, esta situación creará presiones sobre los precios que tienden a provocar la caída del TCR. En principio la variación del TCR puede venir originada por el ajuste de cualquiera de sus componentes (precios internos, precios exteriores y tipo de cambio nominal) pero vamos considerar que el efecto de los precios exteriores así como del tipo de cambio nominal sobre el TCR es nulo ya que como los precios externos los vamos a considerar como dados (y por tanto exógenos al modelo) y el tipo de cambio actuará en función de que las autoridades económicas opten por mantener o no invariable la oferta monetaria real⁵.

En segundo lugar la caída del TCR puede venir dada por el comportamiento de los precios internos, ya que las entradas de capitales acaban por disparar los precios internos, las exportaciones caen y las importaciones ahora más baratas en términos de moneda nacional aumentan, con lo que paulatinamente acaba por desaparecer el superávit comercial y se retorna al equilibrio. Ambos efectos son posibles simultáneamente.

La situación contraria, el punto "B", de déficit en la balanza por cuenta corriente, también acaba por corregirse dado que el TCR acaba por apreciarse, la producción nacional abaratándose, y por ende, aumentando las exportaciones y

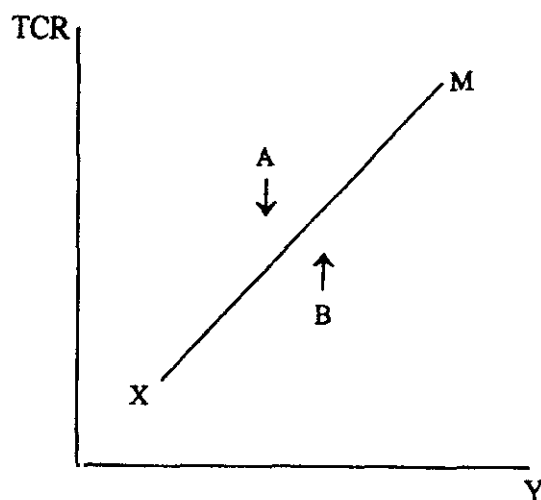
⁴ Habría siempre que separar los múltiples efectos que se producen al estudiar los efectos de las variaciones del TCR sobre la curva XM ya que por un lado el efecto puede ser provocado por una variación en el precio o sobre el tipo de cambio y por otro lado la reacción de la XM puede deberse tanto a las exportaciones como a las importaciones y cabe la posibilidad que las exportaciones reaccionen a la variación de una variable cuando las importaciones no lo hacen o viceversa, finalmente lo que se refleja en la XM es el efecto conjunto por lo que incluso un aumento de X y de M podría pasar desapercibido a nivel agregado en la XM. Sin embargo esta parte del análisis la reservamos para la relación del diagrama de la balanza de pagos y el diagrama del TCR.

⁵ Para un desarrollo más detallado del que aparece a continuación acudir al punto 4 del apéndice metodológico.

disminuyendo las importaciones, con lo que se retorna paulatinamente hacia el equilibrio de la cuenta corriente.

Tenemos por tanto que cualquier punto fuera del equilibrio de la cuenta corriente tenderá, si todo lo demás permanece constante, tenderá hacia el equilibrio situado en la recta XM (véase diagrama 3.3).

Diagrama 3.3
Recta XM
Ajuste

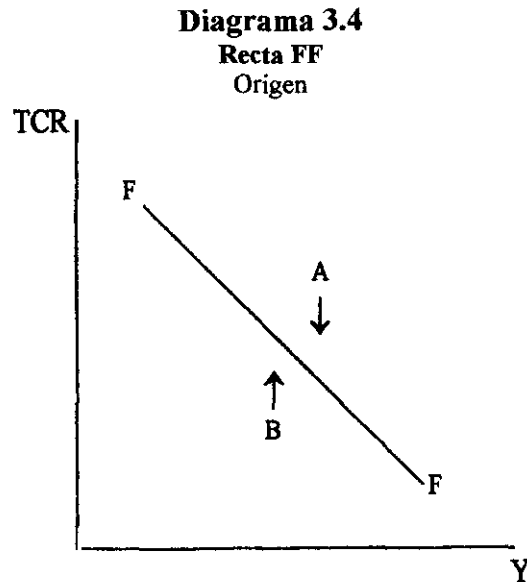


3.2.2 La cuenta financiera

La recta FF representa las combinaciones de TCR y Y para las que la cuenta financiera está en equilibrio, es decir, las entradas de capitales equivalen a las salidas de capitales, o dicho de otra forma, las entradas (o salidas) netas de capitales son nulas ($F_n^6 = 0$).

La recta FF representa la cuenta financiera menos reservas ya que éstas tendrán un tratamiento a parte. La no-inclusión de las reservas en la cuenta financiera deriva del hecho de poder dar una interpretación aislada a las reservas como partida niveladora de F_n y X_n , tal y como queda definido en la ecuación 1 (y posterior desarrollo) del apartado “El diagrama del equilibrio financiero exterior y las reservas” (véase diagrama 3.4).

⁶ Al igual que hemos llamado X_n a las exportaciones netas, es decir al saldo resultante de las exportaciones menos las importaciones, llamaremos F_n al saldo neto de la cuenta de capitales, por lo que cuando F_n sea positivo ello implicará entradas netas de capitales por parte de la cuenta financiera y cuando F_n sea negativo implicará salidas netas de capitales.



Al igual que ocurriera en la recta de equilibrio de la cuenta corriente, los puntos fuera de la recta de equilibrio de la cuenta de capital, dada el supuesto *ceteris paribus*, tienden a la búsqueda del equilibrio de forma automática.

Tal y como ocurriese anteriormente, un punto "A" donde existe una situación de entradas netas de capitales acaba por apreciar el tipo de cambio nominal y/o aumentar los precios interiores, y forzando al TCR a la baja. De la misma forma en un punto "B" en el que existan salidas de capitales se dan las condiciones para que el TCR se aprecie, retornando al equilibrio.

La recta FF tiene pendiente negativa ya que un aumento de las entradas de capitales, es decir, un aumento del saldo neto de flujos financieros, supone una expansión del producto pero a la vez conllevan una caída del tipo de TCR⁷; tal y como vimos, bien vía precios bien vía tipo de cambio nominal⁸.

Por debajo de FF existen salidas netas de capitales, es decir, las salidas de capitales son mayores que las entradas de capitales, que presionan al alza el TCR acercándonos de nuevo a la línea FF. Por encima de FF existen entradas netas de capitales, es decir, las entradas de capitales superan las salidas de capitales, y existen presiones del tipo de cambio a la baja que hacen volver al equilibrio.

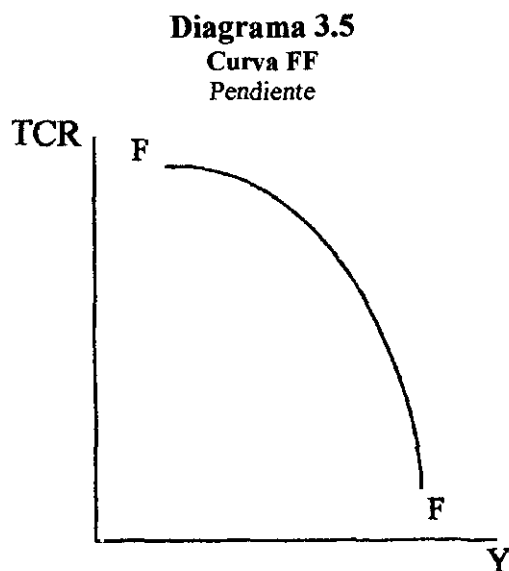
La curva será más inclinada cuanto mayor sea el efecto de las entradas de capitales sobre el TCR y más plana cuando este efecto sea menor; el caso

⁷ Lo que no se produce es una relación tan evidente como la vista en el caso de la cuenta corriente, ya que en el mencionado caso la cuenta corriente afecta al TCR y a su vez el TCR afecta a la evolución de la cuenta corriente, ya que en el caso de la cuenta financiera serán las variaciones de ésta las que modifiquen el TCR pero las variaciones del TCR no afectarán a la cuenta financiera de forma directa. Si se producen variaciones en la cuenta de capitales éstas se producirán debido a variaciones del tipo de interés, pero estas relaciones se verán más adelante cuando contemplemos las interrelaciones de los distintos diagramas.

⁸ Ver punto 4 del apéndice metodológico.

extremo, en el que las entradas de capitales no afectasen al nivel de TCR vendría determinado por una curva paralela al eje de abscisas.

En la realidad se confirma que a menores niveles de entradas de capitales (mayor F_n) la alteración del tipo de cambio es menor que a mayores entradas de capitales. Tal y como se puede apreciar en el diagrama 3.5 la curva FF en la realidad tiene más bien una forma de jota invertida.



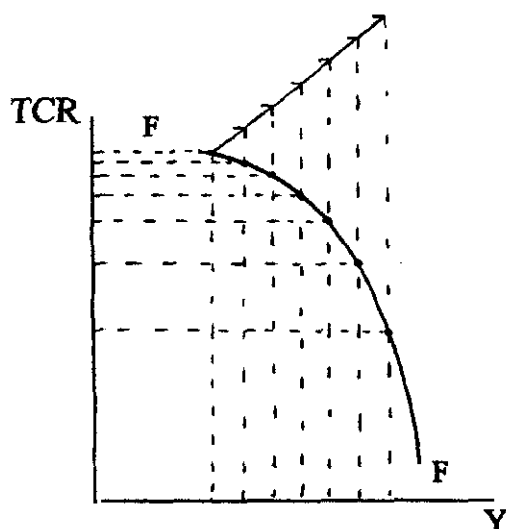
En el gráfico siguiente observamos como sucesivos incrementos de los flujos de capitales (F_n) disminuyen el TCR pero de forma creciente, ya que el último de los incrementos, de la misma cuantía que el primero, hace caer el TCR en mucha mayor medida que en los incrementos de F_n anteriores.

Si observamos el diagrama 3.6 se podrá apreciar cómo cada uno de los subvectores indica un aumento de F_n en cantidades iguales, a mayor distancia de la curva FF la entrada de capitales total es mayor. Los vectores tienen la misma pendiente que la curva XM con lo que la distancia a dicha curva será la misma en todo momento, es decir, no se están produciendo alteraciones en el saldo de la cuenta corriente y el análisis de la pendiente de la FF se realiza manteniendo dejando al margen cualquier efecto sobre la XM⁹.

⁹ Tengamos en cuenta que un desplazamiento de la economía que se produzca de forma paralela a la recta XM no varía la distancia de ese punto respecto a esta recta y por tanto implica el mismo nivel de déficit o superávit de la cuenta corriente.

Diagrama 3.6**Curva FF**

Aumentos progresivos de las entradas de capitales sobre el TCR



Vemos como a medida que aumentan los flujos de capitales, es decir, a medida que se suman los distintos vectores, la relación entre la variación entre TCR y producto aumenta. Esto significa que a mayores entradas de capitales la reacción del tipo de cambio real, manteniendo fijo el producto, es mayor cada vez.

El diagrama 3.7 ofrece una explicación alternativa de porqué la curva FF tal y como la presenta el diagrama 3.5 parece ajustarse en mayor medida a la evidencia empírica que una recta. Los vectores A y B de los diagramas de la izquierda y de la derecha representan aumentos en la misma cuantía del saldo de la cuenta financiera de la balanza de pagos ya que la longitud de éstos es idéntica. Veremos como un aumento de F_n , partiendo del punto de equilibrio de la cuenta financiera, es decir, desde la curva FF, no afecta de la misma forma al TCR dependiendo del punto en el que se encuentre la economía en la curva FF.

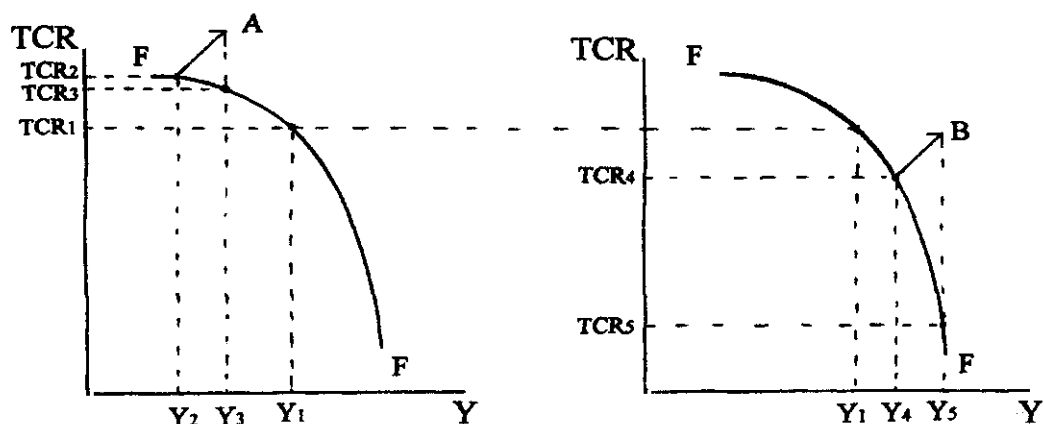
En el diagrama de la izquierda la economía se encuentra inicialmente sobre la curva FF, es decir en equilibrio de la cuenta financiera, y su nivel de tipo de cambio real es TCR_2 . Un aumento de los flujos de capitales¹⁰, representados por el vector A, hacen variar el TCR de TCR_2 a TCR_3 . La diferencia entre el nuevo tipo de cambio real y el antiguo tipo de cambio real es mínima y sin embargo ha representado una variación considerable en el nivel de producto, que ha pasado del Y_2 a Y_3 . El diagrama de la derecha representa una situación distinta ya que la misma entrada de capitales exteriores, representada por el vector B, ha provocado una gran variación del tipo de cambio real, que ha pasado del TCR_4 a TCR_5 , mientras que el producto ha variado en la misma medida que en el diagrama de la izquierda.

Con esto parece justificarse el hecho de que la curva FF representada refleja la evidencia empírica de mejor forma que la recta FF ya que parece que a menores

¹⁰ Que suponemos que no afectan a la cuenta corriente ya que la pendiente del vector es la pendiente de la recta XM.

niveles de producto las entradas de capitales afectan en menor grado al tipo de cambio real y en mayor grado al producto de la economía y que por otro lado aumentos progresivos de las entradas de capitales acaban por sensibilizar progresivamente el TCR.

Diagrama 3.7
Curva FF
 Variaciones del TCR y nivel de producto



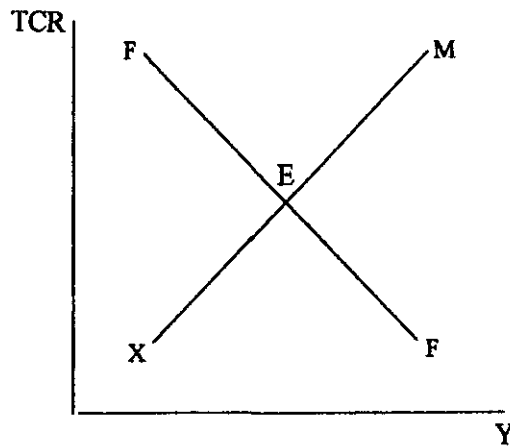
A efectos de simplificar el posterior análisis del equilibrio entre las dos curvas (FF y XM) vamos a trabajar con una “recta” FF.

3.2.3 El equilibrio de la cuenta de capital y la cuenta corriente: el diagrama del equilibrio financiero exterior

El equilibrio de la cuenta financiera y de la cuenta corriente se consigue en el punto donde intersectan las dos curvas de equilibrio, XM y FF (véase el diagrama 3.8).

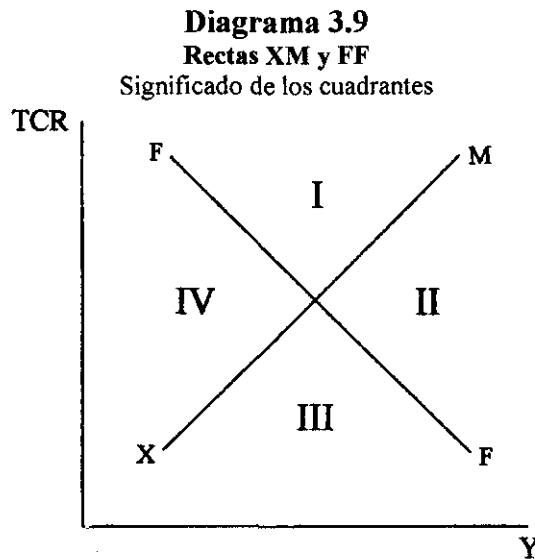
En el punto de equilibrio “E” las exportaciones equivalen a las importaciones y las entradas de capitales son iguales a las salidas.

Diagrama 3.8
Rectas XM y FF
 El equilibrio de la balanza de pagos



En el punto "E" no existe necesidad de financiación ya que la cuenta corriente se encuentra en equilibrio.

La intersección de las dos curvas da origen a cuatro cuadrantes tal como muestra el diagrama 3.9:



Zonas:

- I: Entradas de capitales y superávit comercial.
- II: Entradas de capitales y déficit comercial.
- III: Salidas de capitales y déficit comercial.
- IV: Salidas de capitales y superávit comercial.

Curva XM: Equilibrio en la cuenta corriente. Un punto situado en la XM pero por encima de la curva FF implica que aunque existe equilibrio en la cuenta corriente existen entradas netas de capitales, mientras que si está por debajo representa salidas netas de capitales.

Curva FF: un punto en la curva FF siempre implica una situación de equilibrio en la cuenta de capitales. Si el punto está por encima de la curva XM implica que a pesar del equilibrio de la cuenta de capitales existe un superávit por la cuenta corriente, mientras que si se sitúa bajo la curva XM existe déficit.

Al igual que se cumpliera para las curvas XM y FF de forma individual, en el diagrama con la balanza por cuenta corriente y la cuenta de capital también se verifica la existencia de un mecanismo autocorrector que tiende hacia el equilibrio, en este caso cualquier punto de desequilibrio tiende hacia la intersección de las dos curvas.

3.2.4 El diagrama del equilibrio financiero exterior y las reservas

A continuación vamos a dar un salto cualitativo más en un esfuerzo por representar en un solo diagrama la mecánica de la balanza de pagos.

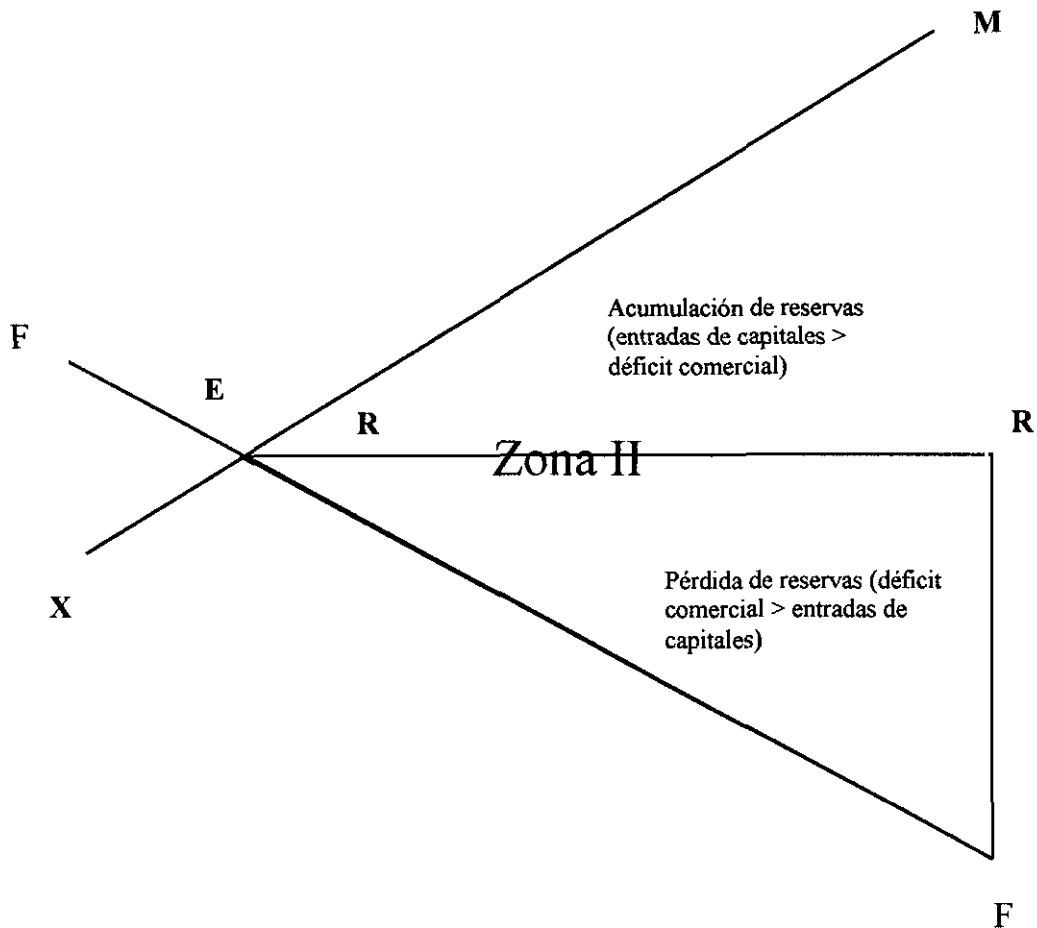
No cabe la menor duda de que tal y como representamos el diagrama 3.9, en la zona I se produce una acumulación de reservas internacionales, dado que la cuenta corriente se encuentra en superávit y sin además se produce una entrada de capitales exteriores. Por otro lado en los puntos de la zona III tampoco cabe duda que se produce una pérdida de reservas internacionales ya que los capitales salen del país y las exportaciones son incapaces de cubrir las importaciones.

Pero la situación de los cuadrantes II y IV tienen un carácter más indeterminado. Así pues, dentro de estas dos zonas podríamos distinguir otras dos zonas.

Recordemos que en el cuadrante II existen entradas de capitales y déficit comercial, es decir, a la vez existe una entrada de capitales procedente de la financiación exterior y una salida de capitales derivada del hecho de que las importaciones superan a las exportaciones, es decir, que lo que pagamos en materia comercial al exterior es mayor que lo que recibimos. En cualquier caso, aquellos puntos que estén más próximos de la curva XM implican un déficit por cuenta corriente menor que otros puntos que se alejen en mayor grado de la curva. Lo mismo podemos decir para la curva FF, los puntos (por encima) pero más próximos representan unas entradas de capitales menores que las de aquellos puntos que más se alejen de la curva.

Tenemos por tanto que en el cuadrante II existirán entradas de capitales en la medida en que el punto está más lejos de la curva FF que de la XM y de forma contraria existirán salidas de capitales en la medida en que un punto dista más de XM que de FF. Tenemos por tanto que las salidas de capitales ocasionadas por la cuenta corriente se compensan perfectamente con las entradas de capitales de la cuenta financiera en la medida que los puntos equidistan de las dos curvas. La totalidad de los puntos que equidistan de ambas rectas es la bisectriz del ángulo que forma el cuadrante II (véase el gráfico 3.10).

Diagrama 3.10
Diagrama de la BP
 Estudio de la zona II



El mismo razonamiento se puede aplicar para la zona IV, salvo que en este caso los puntos que se sitúan en la parte inferior del cuadrante, por debajo de la bisectriz implican pérdidas de reservas porque las salidas de capitales son mayores que el superávit comercial mientras que los puntos situados en la parte superior de la bisectriz implican una acumulación de reservas como consecuencia de que el superávit comercial supera a las salidas de capitales.

De esta forma el diagrama podemos dividirlo en dos zonas claramente diferenciadas en las que se perderán reservas o en las que se acumularán reservas; como es natural, la línea divisoria implica el equilibrio en el cual no existen variaciones de reservas.

Cualquier punto de la línea RR implica el equilibrio de entradas y salidas de capital, pero tan solo en un punto de esta curva se verifica que la posición de

equilibrio en las reservas se da como consecuencia de un equilibrio en la cuenta corriente y la cuenta de capital, hablamos del punto "E". En cualquier otro punto de la RR distinto de E se produce el equilibrio de las reservas, pero no porque la cuenta financiera y la cuenta corriente se encuentren en equilibrio, sino porque la acumulación o pérdida de reservas por parte de una de las cuentas se ven compensadas por la pérdida o acumulación de reservas por parte de la otra cuenta.

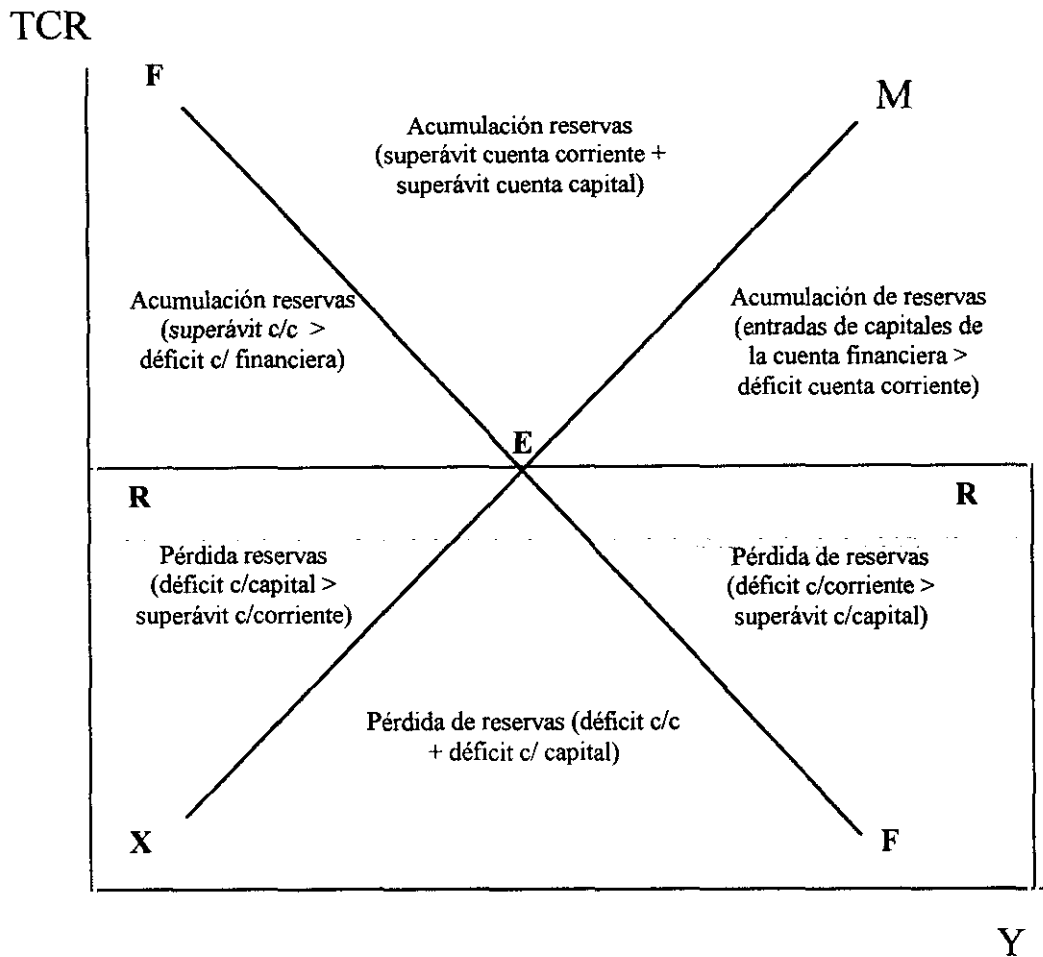
Las posiciones fuera de la RR implicarán presiones de tipo cambiario en la medida en que se acumulan o pierden reservas internacionales. Los puntos más alejados de la RR están representando una mayor presión sobre el tipo de cambio real, es decir, sobre los precios internos y sobre el tipo de cambio nominal, que aquellos puntos que se encuentren más próximos a la recta RR.

En la zona sombreada del diagrama 3.11 la balanza de pagos (BP) se encuentra en déficit, ya que un país tiene déficit en su BP cuando ve disminuir sus reservas exteriores u otros bancos centrales se endeudan con el banco central nacional¹¹, por lo que en dicha zona se encuentran todas las posiciones de la economía en las que se producen pérdidas de reservas que en principio y a falta de esterilización presionan el tipo de cambio¹² al alza (pero esto lo veremos más adelante).

¹¹ En forma de activos del banco central nacional en manos de bancos centrales extranjeros o cuando el banco central ve aumentar sus activos sobre otros bancos centrales respectivamente, ver Krugman y Obstfeld (1994) pág. 357. Sin embargo y a efectos de simplificar el análisis tan sólo aludiremos a la cuenta financiera y a la cuenta corriente.

¹² Al hablar de tipo de cambio, nos referiremos, a no ser que se diga lo contrario, al tipo de cambio nominal.

Diagrama 3.11
Diagrama de la BP
 Zona de acumulación y zona de pérdida de reservas



Por el contrario una posición por encima de la zona sombreada implica que la economía acumula reservas internacionales y que, en principio como ya se ha dicho antes, existirán presiones a la baja sobre el tipo de cambio real.

En este momento lo que sí que es pertinente señalar es que la posición sobre o bajo la curva RR conllevará distintos tipos de presiones sobre el tipo de cambio y que la forma de afrontar este problema dependerá de la magnitud de entradas o salidas de flujos de capitales y las opciones posibles de política económica.

La mayor o menor sostenibilidad del tipo de cambio existente en función de la distancia respecto a la curva RR deriva del hecho de que la BP, tal y como señalan Krugman y Obstfeld (1994), la podemos ver como la suma de la cuenta corriente y las partidas (que no sean reservas) de la cuenta de capital, y esta diferencia debe ser cubierta con las transacciones de reservas del Banco Central. Según esto, un

déficit de la BP implica que los pasivos externos¹³ del banco central están aumentando; es decir, la venta de los activos externos por parte del banco central junto a la compra de reservas por los bancos centrales extranjeros están cubriendo el déficit de cuenta corriente que no se compensa mediante la entrada de capitales exteriores (que no sean reservas)¹⁴, o bien, que el superávit de la cuenta corriente no es suficiente para compensar las salidas de capitales (que no son reservas)¹⁵.

Lo contrario ocurre si la entrada de capitales exteriores (que no sean reservas) supera la cantidad necesaria para financiar un déficit de cuenta corriente o bien si el superávit de la cuenta corriente excede a las salidas de capitales (que no sean reservas); en este caso los activos externos del banco central aumentan, y por tanto el país obtiene una BP superavitaria. Aquí radica la importancia de la esterilización en los países con BP superavitaria ya que el aumento de los activos externos del país implica un aumento de la oferta monetaria nacional¹⁶.

Lo que resulta fundamental señalar a partir de este momento es que el diagrama de balanza de pagos asume la existencia de un tipo de cambio real de equilibrio exterior, es decir, un TCR para el que los pagos y los cobros internacionales se encuentran equilibrados y por lo tanto el nivel de reservas internacionales permanece inalterable, y este nivel de TCR es el que viene determinado por la línea RR, que tal y como hemos visto viene dada como el punto de confluencia entre las líneas FF y XM.

Ecuaciones del modelo:

$$X + F = I + \Delta R \quad (1)$$

Siendo:

X; las exportaciones.

F; el saldo neto de la cuenta financiera sin incluir las reservas, que será positivo en caso de que se produzcan entradas de capitales y negativo si se producen salidas.

¹³ Pasivos externos entendidos como venta de activos externos.

¹⁴ Es importante destacar que por lo tanto en el modelo se tratara la cuenta financiera sin incluir reservas ya que estas serán tratadas a parte tal y como veremos a continuación en la ecuación (1).

¹⁵ Esto es así porque el banco central nacional para financiar un déficit puede optar por vender pasivos nacionales o por comprar activos exteriores, por parte del banco central extranjero esto se traduce en una compra de activos exteriores o la venta de pasivos nacionales ya que lo que son activos para un banco son pasivos para el otro.

¹⁶ Si bien este es un supuesto básico de nuestro modelo en la práctica existe una pega a este argumento ya que es difícil saber el grado con que los desequilibrios de la BP afectarán a la oferta monetaria interna (y externa). Con posterioridad, en el apartado de los flujos de capitales nos encargamos de contrastar hasta qué punto la variación de reservas afecta la oferta monetaria (nominal y real) interna. Para que la variación de reservas no afecte a la oferta monetaria interna (y por tanto al tipo de cambio) en un sistema de tipo de cambio flexible generalmente se practica la esterilización de los flujos de capitales exteriores. En estos últimos años también se acude de forma creciente a la emisión de valores cuyos rendimientos se paga en divisa (ej. *ADR*).

I; las importaciones¹⁷

R; las reservas

▲R; la variación de reservas. En la fórmula anterior aparecen las variaciones de reservas ya que en la balanza de pagos estamos considerando tan sólo la variación de las reservas para un período dado independientemente del stock de reservas.

La ecuación (1) representa la balanza de pagos, diferenciando los saldos de la cuenta corriente, la cuenta de capital y la variación de reservas.

Despejando ▲R de la expresión:

$$\Delta R = (X-I) + F$$

Obtenemos el razonamiento ya expuesto anteriormente; en la medida en que un déficit de cuenta corriente (cuando (X-I) es negativo) no es cubierto por las entradas de capitales (F) provenientes de la cuenta financiera, las reservas deben cubrir dicho “gap” y se producirá una pérdida de las mismas. El caso contrario también sería posible tal y como se expuso anteriormente y se daría cuando la suma de los saldos de la cuenta corriente y la cuenta financiera fuera positiva.

Un aumento de las reservas internacionales podrá ser motivado porque $(X-I) > -F$, bien porque $F > -(X-I)$, o bien porque tanto (X-I) y F tienen signo positivo.

Las variaciones de las reservas internacionales del banco central implican una variación de la oferta monetaria (M) tal que, en principio y en ausencia de esterilización, $\uparrow R$ implica $\uparrow M$ y $\downarrow R$ implica $\downarrow M$, presionando respectivamente al alza o a la baja el tipo de cambio.

$$X = f(E, P, P^*)$$

Las exportaciones son una función del tipo de cambio nominal, de los precios internos y de los precios externos, al ser una función del TCR.

$$I = f(E, P, P^*, Y)$$

Las importaciones, al igual que las exportaciones son una función del TCR pero también dependen del nivel de renta, ya que un mayor nivel de renta orienta el consumo hacia una mayor proporción de bienes importados.

$$F = f(t_i, t_i^*, E, \Pi, \Pi^*)$$

Los flujos de capitales exteriores van a depender del diferencial de tipos de interés, siendo “ t_i ” la tasa de interés nacional y “ t_i^* ” la tasa de interés extranjera, del tipo de cambio nominal, y del diferencial de inflación, siendo Π la inflación nacional y Π^* la inflación extranjera. Esto se fundamenta en que el diferencial de

¹⁷ En las ecuaciones del modelo que figuran a continuación utilizaremos la “I” para designar las importaciones y “ t_i ” para referirnos al tipo de interés, sin embargo a lo largo del trabajo designaremos las importaciones y el tipo de interés de la forma usual como M y R respectivamente. Este cambio provisional se realiza para no confundir las importaciones y el tipo de interés con la oferta monetaria “M” y con las reservas “R”.

tipos de interés no parece por sí solo un motivo que fundamente la inversión extranjera, ya que el beneficio obtenido por un agente extranjero dependerá de si la evolución del tipo de cambio y de los precios de la economía receptora han erosionado el valor de dicho diferencial al volver a convertir la inversión inicial en capital en moneda extranjera. Esto es así porque el rendimiento real que se obtiene en un país determinado por un depósito es el tipo de interés real, es decir, el tipo de interés descontando el efecto de la inflación, que nos indica el rendimiento real en la moneda respectiva de un depósito en moneda nacional y de un depósito en divisa, mas si queremos comparar la rentabilidad en una sola moneda también deberemos contar con la evolución del tipo de cambio.

Por lo tanto los determinantes de los flujos de capitales se determinan en función de cómo se determina la comparación de una inversión en dos monedas distintas¹⁸.

R se verá afectado por todas las variables de las que dependen X , I y F .

3.2.5 La relación entre R y M

Llegados a este punto hay que encontrar una vinculación entre las reservas internacionales y la oferta monetaria.

Para empezar hay que tener en cuenta que el balance del propio banco central es importante en este sentido porque un aumento de sus activos sobre el sector privado de la economía modifican la oferta monetaria en el mismo sentido¹⁹.

$$R = f(M)$$

Podemos encontrar dos situaciones extremas, ya que por un lado las reservas internacionales pueden incidir plenamente en la oferta monetaria nacional, con lo que $\uparrow R$ implica $\uparrow M$ y $\downarrow R$ implica $\downarrow M$. Sin embargo en algunas ocasiones las autoridades económicas deciden aislar el tipo de cambio de los efectos de los flujos de capitales exteriores a través de las operaciones de mercado abierto que lleva a cabo el banco central. A continuación vamos a tratar de diferenciar estas dos posibilidades y los efectos que estas conllevan y su reflejo en el modelo que nos ocupa.

3.2.5.1 La no-intervención de las autoridades económicas

En este caso una variación de las reservas internacionales va a suponer una variación de la oferta monetaria nominal en el mismo sentido²⁰.

¹⁸ Para ver cómo se realiza dicha comparación ver el punto 5 del apéndice metodológico.

¹⁹ Ver punto 6 del apéndice metodológico.

²⁰ Como señalan Krugman y Obstfeld (1994) las variaciones de los activos del banco central modifican la M en el mismo sentido, pero esto no implica que lo vayan a hacer en la misma magnitud ya que en la práctica resulta difícil saber el grado con que los desequilibrios de la

3.2.5.1.1 Un aumento de las reservas

La cuenta corriente

Un aumento sostenido de las reservas altera la M nominal. Si el público considera que la dicho aumento de la cantidad de dinero es permanente esto provocará un aumento del índice de precios que acabará por acomodar el nivel de precios hasta que la oferta monetaria real alcance el nivel que tenía antes de la expansión monetaria. Esta mecánica tiende a no alterar el tipo de cambio nominal ya que las curvas de oferta monetaria real y de demanda de dinero (que es demanda de saldos reales) permanecen en los niveles existentes con anterioridad a la entrada de capitales exteriores²¹. El aumento de precios provocará un cambio en la cuenta corriente, tanto por parte de las exportaciones como sobre las importaciones a través de la modificación del TCR, ya que, considerando que los precios de los bienes exteriores se mantienen constantes y el tipo de interés nominal también lo hace, se encarecen nuestras exportaciones y se abaratan nuestras importaciones.

Sin embargo si la expansión monetaria se considera de carácter transitorio los precios internos no descontarán el aumento de la oferta monetaria nominal con lo que existirá una expansión de la oferta monetaria real que esta vez sí acabará por provocar una modificación del precio de nuestra moneda. El tipo de cambio nominal aumenta, con lo que el efecto de las entradas de capitales sobre el tipo de cambio real vendrá dado por el efecto que prevalezca sobre el TCR. Si el efecto de la inflación, que puede venir motivada por motivos distintos a la expansión monetaria, prevalece sobre la apreciación del tipo de cambio nominal el TCR descenderá perjudicando a la cuenta corriente, mientras que si prevalece el efecto del tipo de cambio sobre los precios el TCR aumentará beneficiando a la cuenta corriente.

Tenemos por tanto que en caso de que un aumento de la oferta monetaria se considere de carácter transitorio cabe la posibilidad de que un desequilibrio fuera de la RR no tienda a corregirse.

En la formulación del modelo que figura a continuación vamos a prescindir de este supuesto en el que el efecto tipo de cambio prevalece sobre el efecto precio²².

Por el lado de las exportaciones:

balanza de pagos afectan a la oferta monetaria ya que esto dependerá de cómo se reparta la financiación de estos desequilibrios entre los bancos centrales nacionales y extranjeros, los objetivos macroeconómicos de las autoridades monetarias, los acuerdos intergubernamentales de intervención tales como pactos de estabilidad cambiaria etc. Como se dijo anteriormente, hay que especificar si para un caso concreto el aumento de las reservas internacionales supone una expansión monetaria de carácter nominal y/o real, esto se realiza para Argentina y Chile en el capítulo de los flujos de capitales.

²¹ La dinámica de los mercados monetarios y mercado de divisas queda recogida en el apartado 3.5 de este capítulo.

²² Esto no es óbice para que en análisis de Argentina y Chile no tengamos en cuenta si la situación de estos países se adecua a los supuestos que asume el modelo.

$$\uparrow R \rightarrow \uparrow M \rightarrow \uparrow P \rightarrow \downarrow TCR$$

Con lo que como:

$$X = f(TCR)$$

y el

$$TCR = \frac{E \cdot P^*}{P}$$

tenemos que

$$\downarrow TCR \rightarrow \downarrow X_n (\downarrow X, \uparrow I)$$

Por otro lado consideremos el efecto sobre las importaciones

$$M = f(TCR, Y) \rightarrow \downarrow TCR \rightarrow \uparrow I$$

La relación también se verifica en el sentido contrario ya que una caída de las exportaciones netas provocada por un descenso de las exportaciones o un aumento de las importaciones (o por una combinación de ambos) provocará un aumento del TCR mientras que un aumento de las exportaciones netas provocará un descenso del TCR.

$$\left. \begin{array}{l} \uparrow I \\ \downarrow X \end{array} \right\} \rightarrow \downarrow X_n \rightarrow \downarrow R \rightarrow \downarrow M \rightarrow \downarrow P \rightarrow \uparrow TCR \text{ (mejora competitividad)}$$

La cuenta financiera

En cuanto a la cuenta financiera, debemos considerar el doble efecto sobre el tipo de cambio real, es decir, analizar el efecto de las variaciones de precios y de tipo de cambio nominal y por otro lado el efecto del aumento de R sobre los tipos de interés. Se va a considerar que la cuenta financiera depende del diferencial de tipos de interés con el resto del mundo.

$$F = f(t_i - t_i^*, TCR)$$

$$\uparrow R \rightarrow \uparrow M \rightarrow \begin{cases} \uparrow E^{23} \text{ (expansión monetaria transitoria)} \\ = E \text{ (expansión monetaria permanente)} \end{cases}$$

$$\uparrow R \rightarrow \uparrow M \rightarrow \uparrow P \rightarrow \uparrow(\Pi - \Pi^*) \rightarrow \downarrow F$$

$$\uparrow R \rightarrow \uparrow M \rightarrow \downarrow ti \rightarrow \downarrow(ti - ti^*) \rightarrow \downarrow F$$

Finalmente la reacción de la cuenta corriente y de la cuenta financiera

$$\uparrow R \rightarrow (\downarrow X_n, \downarrow F) \rightarrow \downarrow R$$

Por tanto el efecto final de un aumento de las reservas tanto por parte de la cuenta corriente (X_n) como de la cuenta financiera (F) va a ser una caída de las reservas. Según este razonamiento en un sistema en el que no se intervenga sobre la oferta monetaria, es decir, se permita que el nivel de reservas incida plenamente sobre M , el sistema se autoregularía.

Por otro lado una variación de los flujos de capitales, siempre y cuando se produzca un efecto neutro (o de menor importancia que el producido sobre los precios internos) en el tipo de cambio nominal, incide en el TCR de la siguiente forma:

$$\uparrow F \rightarrow \uparrow R \rightarrow \uparrow M \rightarrow \uparrow P \rightarrow \downarrow \text{TCR (pérdida de competitividad)}.$$

Y de forma análoga:

$$\downarrow F \rightarrow \downarrow R \rightarrow \downarrow M \rightarrow \downarrow P \rightarrow \uparrow \text{TCR (mejora de competitividad)}.$$

²³ En el presente trabajo estamos asumiendo este supuesto en virtud de la teoría de la paridad de intereses y del equilibrio del mercado cambiario. Esta cuestión se trata en el punto 3.4 del presente capítulo "Los efectos de las variaciones de la oferta monetaria sobre el tipo de cambio corriente". Lo que es evidente es que la determinación del tipo de cambio es una cuestión lo suficientemente complicada como para generar controversia ya que a diferencia de lo que muestra la Teoría de la Paridad de Intereses se puede aludir que el efecto de un aumento de las reservas internacionales sobre el tipo de cambio vía mercado cambiario puede ser indeterminado ya que el banco central se limita a aumentar sus activos exteriores y de este modo aumentan en su pasivo bien los depósitos de la banca privada en el banco central (si la generación de tales activos se realiza basándose en el pago de cheques) o bien el efectivo en manos del público (si la contraparte es moneda nacional), con lo que las presiones en el mercado cambiario dependerán por ejemplo de la forma en que se financien los desequilibrios entre el banco central nacional y los bancos centrales extranjeros. En principio el efecto sobre el tipo de cambio nominal de un aumento de las reservas internacionales por la vía del mercado monetario, desde este punto de vista, se podría considerar como neutro ya que aumentaría el stock de divisa en la misma medida que el de moneda nacional. A efectos del diagrama de la balanza de pagos vamos a considerar que en caso de expansión monetaria de carácter transitorio el efecto precio es mayor que el de tipo de cambio con lo que el tipo de cambio real hace tender hacia el equilibrio aquellas posiciones fuera de la RR.

3.2.5.1.2 Una caída de las reservas

Un descenso sostenido de las reservas contrae la oferta monetaria, presionando al alza los tipos de interés internos y reduciendo el nivel de precios interior "P". Esto implica que existirá un efecto sobre las exportaciones y sobre las importaciones a través de la modificación del TCR. Consideraremos al igual que en el supuesto anterior, que los precios de los bienes exteriores se mantienen constantes. Con lo que como:

$$X = f(\text{TCR})$$

y el

$$\text{TCR} = \frac{E \cdot P^*}{P}$$

tendremos que

$$\uparrow \text{TCR} \rightarrow \downarrow X_n (\downarrow X, \uparrow I)$$

que provoca una caída de las reservas internacionales

$$\downarrow R \rightarrow \downarrow M \rightarrow \downarrow P \rightarrow \uparrow \text{TCR}$$

Mientras tanto por el lado de las importaciones:

$$I = f(\text{TCR}, Y)$$

con lo que

$$\uparrow \text{TCR} \rightarrow \downarrow I$$

Un descenso sostenido de las reservas afectará igualmente a la cuenta financiera

$$F = f(t_i - t_i^*, \text{TCR})$$

$$\downarrow R \rightarrow \downarrow M \rightarrow \downarrow E^{24}$$

$$\downarrow R \rightarrow \downarrow M \rightarrow \downarrow P \rightarrow \downarrow (\Pi - \Pi^*) \rightarrow \uparrow F$$

$$\downarrow R \rightarrow \downarrow M \rightarrow \uparrow t_i \rightarrow \uparrow (t_i - t_i^*) \rightarrow \uparrow F$$

Finalmente la reacción de la cuenta corriente y de la cuenta financiera

$$\downarrow R \rightarrow (\uparrow X_n, \uparrow F) \rightarrow \uparrow R$$

²⁴ De la misma forma que un aumento de las reservas aumenta el tipo de cambio (ver el apartado anterior) una disminución de las mismas hace caer éste.

En base a los supuestos establecidos se verifica que un descenso continuado de las reservas internacionales presiona al tipo de cambio real de tal forma que tiende a provocar un aumento de las mismas. Esto implica que si el TCR opera de esta forma el sistema se autocorrigue y que tiende a volver al equilibrio de forma automática. Según el modelo, un sistema en el que las modificaciones de R representen alteraciones de M no permite ni la acumulación ni la pérdida continuada de reservas internacionales.

3.2.5.2 Con intervención del banco central

Con intervención del banco central significa que las variaciones en las reservas internacionales no se corresponden con variaciones en la oferta monetaria. Vamos a suponer que se esterilizan las entradas y salidas de capitales para que no existan presiones en el tipo de cambio.

Estas presiones sobre el tipo de cambio, tal y como vimos en el diagrama, vendrán dadas por la pérdida o acumulación continua de reservas.

3.2.5.2.1 Un aumento sostenido de las reservas

Tal y como dijimos en su momento, éste aumento de las reservas podrá venir asociado a los flujos de capitales de la cuenta financiera o de la cuenta corriente, es decir, $\uparrow X_n$ y $\uparrow F$, o bien que las entradas de capitales por parte de uno de estos saldos superen las salidas de capitales por parte del otro²⁵.

En caso de que las autoridades monetarias opten por esterilizar las entradas de capitales el banco central venderá activos al sector privado y evitará de esta forma que aumente la base monetaria ya que estará retirando liquidez del sistema, consiguiendo estabilidad de precios y por tanto contener las presiones sobre el tipo de cambio real, el tipo de cambio nominal y sobre el tipo de interés. Esto es lo que dice la teoría, ya que al no variar la oferta y demanda de dinero el precio del mismo, el tipo de interés, permanece invariable. Pero la realidad parece evidenciar que esto no es del todo cierto, ya que en el intento de las autoridades monetarias por vender activos al público y sobre todo si esto se realiza de forma continuada, el banco central deberá hacer progresivamente más atractivos estos activos en venta a través de aumentos en los rendimientos de estos activos y finalmente esto provoca un aumento de los tipos de interés. Este alza de tipos de interés provocaría posiblemente la nuevas entradas de capitales en busca de mayores rentabilidades con lo que una esterilización que intenta aislar al economía de los efectos de las corrientes exteriores finalmente acaba por alimentar el problema que se pretendía evitar.

²⁵ Merece la pena recordar que al hablar de "F" (saldo de la cuenta financiera) estamos excluyendo las reservas.

De esta forma se pretende aislar a la economía de los efectos de las entradas de capitales exteriores y en concreto respecto del TCR se intenta que no caiga, protegiendo de esta forma la competitividad (vía precio) de nuestra cesta de bienes respecto de las cestas exteriores.

Al igual que en el caso de la no-intervención de las autoridades monetarias sobre los niveles de oferta monetaria:

$$X = f(\text{TCR})$$

$$I = f(\text{TCR}, Y)$$

$$F = f(t_i - t_i^*, \text{TCR})$$

Un aumento de las reservas

$$X = f(\text{TCR}) \rightarrow \text{TCR} = \frac{E \cdot P^*}{P}$$

$$I = f(\text{TCR}, Y)$$

$$\uparrow R \rightarrow [\text{Esterilización}] \rightarrow \downarrow P, \downarrow E \rightarrow \downarrow \text{TCR}$$

Un aumento de las reservas internacionales se esterilizará con lo que la oferta monetaria se mantendrá invariable y haciéndolo igualmente los precios y el tipo de cambio nominal. El tipo de cambio real y el producto permanecerán invariables, con lo que el aumento de las reservas no incidirá en la evolución de la cuenta corriente.

$$F = f(t_i - t_i^*, \text{TCR})$$

$$\uparrow R \rightarrow [\text{Esterilización}] \rightarrow \uparrow t_i \rightarrow \uparrow (t_i - t_i^*) \rightarrow \uparrow F$$

Como hemos explicado, uno de los efectos de la esterilización de una entrada de capitales es el aumento de los tipos de interés internos. Esto supone que aumente el diferencial de tipos de interés respecto al exterior, lo que acaba por atraer mayores corrientes financieras atraídas por las nuevas tasas de rentabilidad²⁶.

$$(\downarrow X_n, \uparrow F) \rightarrow \uparrow R$$

El efecto conjunto de la cuenta corriente y de la cuenta financiera es un aumento de las reservas que deberán ser esterilizadas si las autoridades monetarias quieren seguir aislando los efectos de estas corrientes sobre el TCR lo que provocará nuevas subidas de tipos de interés²⁷ que realimentarán los flujos de entrada de capitales y continuarán incrementando el nivel de reservas.

²⁶ Si las expectativas de tipo de cambio son favorables para el inversionista extranjero que busca la rentabilidad en el diferencial de intereses tal y como se explica en el punto 5 del apéndice metodológico.

$$\uparrow R \rightarrow [\text{Esterilización}] \rightarrow \uparrow R$$

3.2.5.2.2 Una caída de las reservas

$$\downarrow R \rightarrow [\text{Esterilización}] \rightarrow =P, =E \rightarrow =TCR$$

Así que tal y como hemos visto anteriormente no se producirá un efecto sobre la cuenta corriente.

$$\downarrow R \rightarrow [\text{Esterilización}] \rightarrow \downarrow t_i \rightarrow \downarrow (t_i - t_i^*) \rightarrow \downarrow F$$

Una caída de las reservas implicaría una contracción de la oferta monetaria si el banco central no interviene para evitarlo. Al inyectar liquidez al sistema en un intento para contener la citada contracción, mediante compras de activos al público, la oferta de papel público se paraliza y se produce una caída de los tipos de interés reales.

Esta caída de los tipos de interés reales puede venir ocasionada bien por la caída de los tipos de interés nominales o por el estancamiento de los mismos; en cualquier caso se producirá una pérdida de rentabilidad de los activos nacionales que desincentivará buena parte de los flujos exteriores²⁸.

$$(=X_n, \downarrow F) \rightarrow \downarrow R$$

Permaneciendo la cuenta corriente inalterada y como consecuencia de la salidas de flujos financieros las reservas tenderán a caer.

$$\downarrow R \rightarrow [\text{Esterilización}] \rightarrow \downarrow R$$

3.2.6 Supuestos de partida del diagrama de la BP

A continuación pasamos a enumerar algunos de los principales supuestos que asumimos en el desarrollo del diagrama de la BP y por tanto del modelo.

- Los mercados se vacían, es decir, el tipo de cambio real va a reflejar la información existente en los mercados y expresará las variaciones del precio en pesos de una cesta de bienes exteriores en relación con la cesta nacional.

²⁷ Estos aumentos de tipos de interés acabarían por minar el propio crecimiento del producto, con lo que caerían las importaciones y entonces incluso el saldo de X_n sería mayor que en el periodo anterior, representando si cabe mayores aumentos de las reservas internacionales.

²⁸ Un buen ataque a este razonamiento sería el hecho de que los tipos de intervención del banco central no influyan en los tipos de interés de mercado, tal y como ocurre en la mayor parte de los PVD, donde los tipos de interés nominales pueden responder a otras circunstancias.

Esto implica que las variaciones del TCR efectivamente afectarán a la cuenta corriente.

- Un aumento de las exportaciones netas que se produzca de forma continuada *terminará por aumentar los precios de la producción nacional*. Esto implica que a medio o largo plazo un aumento de X_n crea presiones a la baja sobre el TCR. Una caída del TCR erosiona nuestra competitividad frente al exterior y empeora el saldo de la cuenta corriente.
- Un aumento de F_n que revierta en la inversión interior no repercute en los precios ya que aumenta la capacidad productiva de la economía y financia la necesidad de inversión que no se cubre por el ahorro interno.
- Un aumento de F_n que no se dirija a inversión tenderá a aumentar los precios internos ya que es factible que estos flujos se dirijan a consumo y no aumenten la capacidad productiva de la economía ya que asumimos que la inversión exterior que exceda la necesidad de inversión de la economía probablemente genere tensiones inflacionistas.

Estamos suponiendo igualmente que el público considera los aumentos de la oferta monetaria como permanentes y se produce por tanto un aumento de precios, con lo que la oferta monetaria real inicial tiende a igualar la oferta monetaria real final. Si no se asume este supuesto un aumento de las reservas no implica un aumento de precios y por tanto no cae el TCR que vuelve a hacer caer las reservas, es decir el sistema no tiende a volver al equilibrio de la recta RR. El supuesto de que un aumento de la oferta monetaria sea considerado por el público como transitorio es asumido por el modelo si el efecto precio prevalece sobre el efecto tipo de cambio, es decir, si el aumento de los precios es mayor que el aumento del tipo de cambio nominal y por tanto el TCR opera de forma que la variación de las reservas se compensa por la cuenta corriente vía modificación del TCR.

El efecto de una variación de reservas es indeterminado sobre el tipo de cambio nominal y, a efectos de simplificación, lo vamos a considerar nulo. (para que prevalezca el efecto de la variación de reservas sobre los tipos de interés y un aumento de las reservas implique una caída de los flujos de capitales y por tanto una caída de las reservas). Una caída de las reservas hace caer la base monetaria y, según el modelo de mercado monetario y cambiario de Krugman, se produce una caída de E es decir una caída de TCR pero a la vez un aumento de TCR porque una contracción monetaria hace descender los precios.

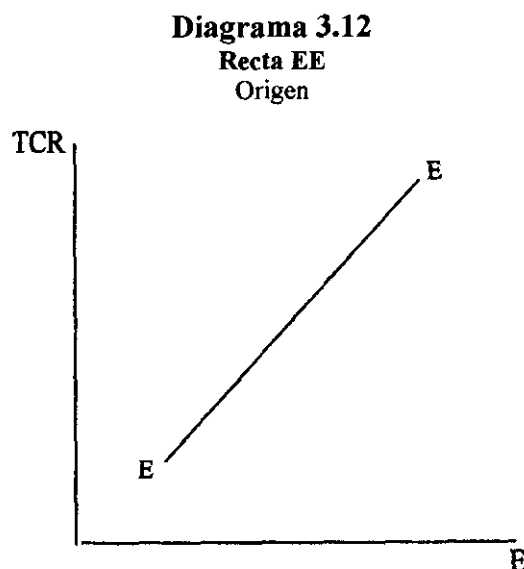
3.3 Representación del TCR; el diagrama PP-EE

Con el gráfico del TCR podremos separar el efecto de los precios internos y del tipo de cambio nominal (E) sobre el tipo de cambio real, es decir, sobre el precio de la cesta de bienes nacionales.

Para ello nos serviremos de la propia definición del $TCR = \frac{E \cdot P^*}{P}$

3.3.1 Obtención de las curvas PP y EE

En primer lugar estableceremos la relación entre el TCR y E para un precio nacional dado.



La recta representa las combinaciones de TCR y de E para un precio interior dado. Esto implica que en la recta EE varían el TCR y E pero que el precio interior (P) es siempre el mismo.

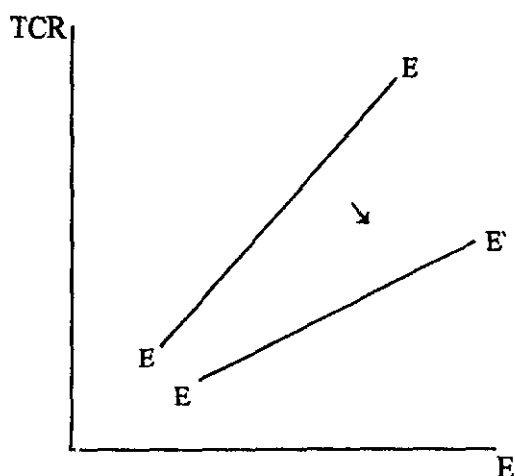
Tal y como se puede observar en el gráfico la relación es de tipo creciente, es decir, ante variaciones del tipo de cambio nominal se producen variaciones del TCR en el mismo sentido. Ante un aumento del tipo de cambio nominal (abaratamiento de la moneda nacional) el TCR aumenta, es decir, se abarata mi cesta de bienes nacionales respecto al exterior ya que el poder adquisitivo de una moneda extranjera ha aumentado. De la misma forma, si E desciende, el TCR también lo hará, encareciendo la cesta de bienes nacionales y empeorando la competitividad de los productos interiores.

Tal y como se ha dicho, esta recta EE se ha obtenido para un precio nacional determinado, pero habrá que ver igualmente qué ocurrirá ante variaciones de dicho precio²⁹.

²⁹ La obtención de EE se puede realizar sustituyendo valores en la ecuación del TCR.

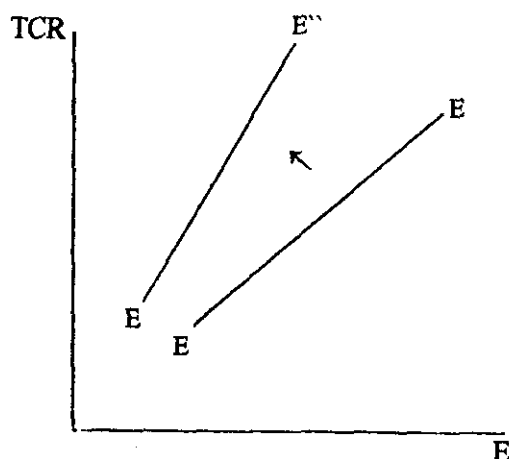
Un aumento del precio interior hace girar la recta EE a EE' tal y como se puede observar en el diagrama 3.13 el desplazamiento no se produce de forma paralela si no que es mayor en el extremo derecho que en el izquierdo.

Diagrama 3.13
Recta EE
 Desplazamiento a la derecha

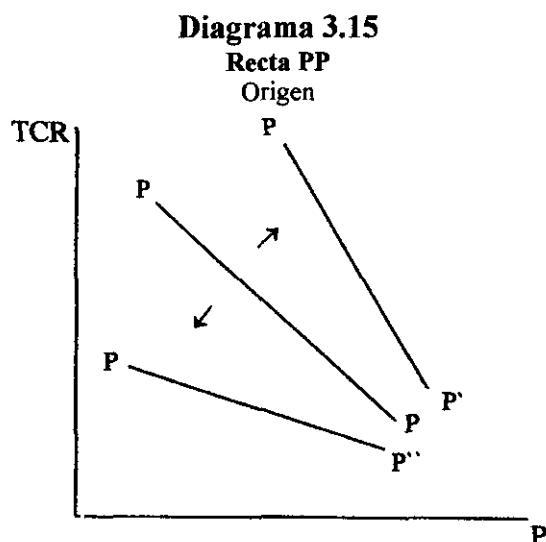


Por el contrario un descenso de P provoca un desplazamiento de la EE a EE'' .

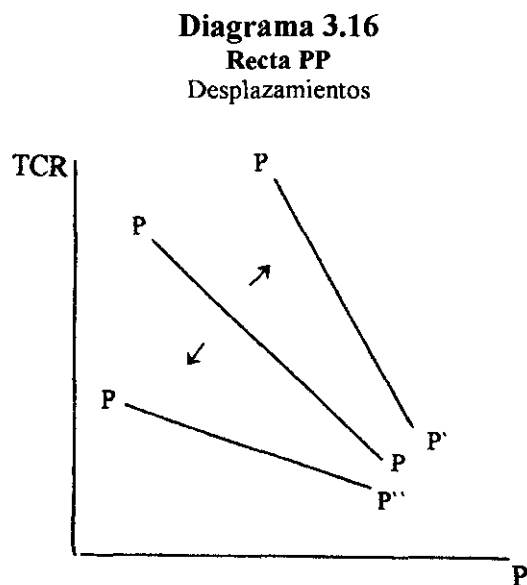
Diagrama 3.14
Recta EE
 Desplazamiento a la izquierda



Al contrario que la relación entre el TCR y E, la que existe entre TCR y P es de carácter inverso, con lo que la recta PP, donde se sitúan todas las combinaciones entre TCR y precios internos para un tipo de cambio nominal dado, es decreciente. Esto quiere decir que en la recta EE variarán TCR y P pero no E.



Variaciones en E girarán la curva PP ya que a lo largo de los puntos de esta curva el tipo de cambio nominal no varía. Un aumento de E girará la PP a la derecha hasta PP' mientras que una caída de E ³⁰ la girará a la izquierda hasta PP'' .

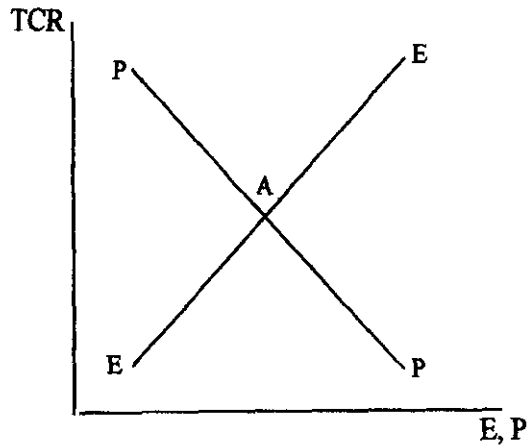


Tal y como ocurría en el caso de los desplazamientos de la curva EE estos no se realizan de forma paralela.

³⁰ Este sería el caso de una devaluación por ejemplo.

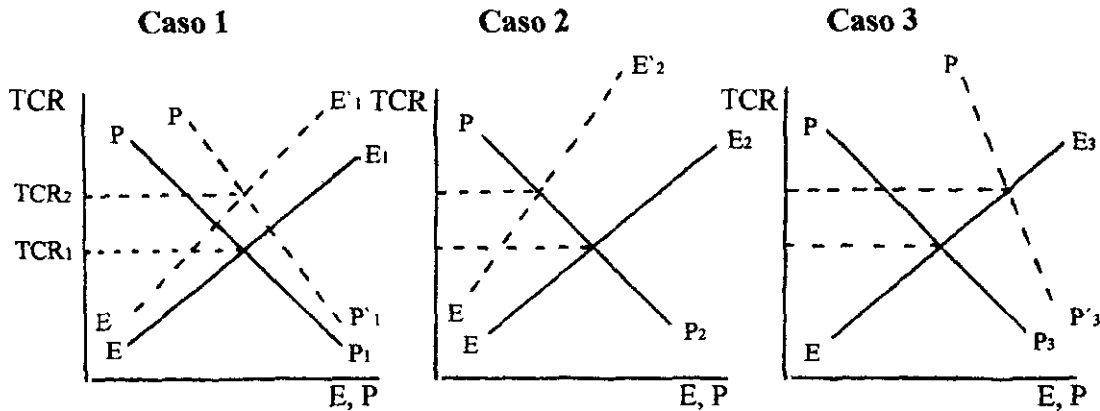
3.3.2 La intersección de la PP y de la EE

Diagrama 3.17
Diagrama del TCR



La unión de las dos curvas implica que sólo existe una combinación de E y de P para un TCR determinado. El paso de un TCR a otro se podrá hacer de tres formas:

Diagrama 3.18
Diagrama del TCR
Un aumento del TCR



El primero de los gráficos representa una situación en la que el aumento del TCR de TCR_1 a TCR_2 viene dado por un desplazamiento de ambas curvas, EE y PP.

Por un lado se produce un desplazamiento de EE_1 a EE'_1 a la izquierda, lo que vendría dado por una caída del precio interior P.

Efectivamente, manteniendo E y para un P^* dado, si $\downarrow P$ aumenta el TCR.

Por otro lado se produce un desplazamiento de la PP_1 a la derecha hasta la PP'_1 , que vendría dado por un aumento de E. Esto implica tal y como vimos que para una combinación dada de precios y tipo de cambio real un aumento del tipo de cambio nominal aumenta el TCR.

Este primer caso es una combinación de los dos anteriores. En él se da tanto el efecto precio como el efecto tipo de cambio sobre el TCR.

Un desplazamiento de EE_2 a la izquierda hasta EE'_2 producido por un una caída del precio.

Tal y como se puede apreciar si prevalece tan sólo el efecto precio para llegar al mismo nivel de TCR que en el caso anterior el desplazamiento de la curva EE debe ser considerablemente mayor por lo que la necesaria caída de P también lo será.

Un desplazamiento de PP_3 a PP'_3 , hacia la derecha, provocado por un aumento del tipo de cambio nominal.

Al igual que en el caso anterior el desplazamiento de la curva, y por tanto el aumento de E, debe ser mayor que en el primero de los casos para poder llegar al mismo nivel de TCR. En este caso predominará plenamente el efecto tipo de cambio.

3.3.3 Algunas consideraciones sobre el diagrama PP-EE

El diagrama PP-EE tiene la virtud de analizar la fórmula del TCR³¹ separando lo que hemos venido en denominar efecto precio y efecto tipo de cambio, es decir, el efecto sobre el TCR de variaciones en el precio interior y en el tipo de cambio nominal, respectivamente.

Para un país con rigideces de movilidad de tipo de cambio nominal o bien con tipo de cambio fijo la recta PP no se desplazará, ya que son las variaciones de E las que desplazan esta curva, recayendo todo el ajuste del TCR en la movilidad de precios interiores.

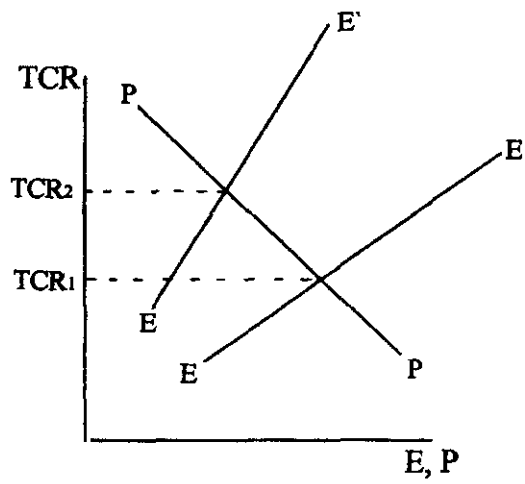
En lo que se refiere a un país con una mayor libertad de movimiento del tipo de cambio, bien porque éste sea flotante o tenga algún margen dentro de una banda de flotación, el ajuste del TCR podrá venir por vía precio o por vía tipo de cambio.

Habrá que tener en cuenta que para un país por lo general existen rigideces de precios a la baja, lo que implicaría que difícilmente la recta EE se desplazará a la izquierda, lo que no es óbice para que la recta pueda hacerlo hacia la derecha ya que existe la posibilidad de aumento en los precios. De esta forma estaríamos prácticamente descartando que un aumento del tipo de cambio real, de TCR_1 a TCR_2 , se debiera al efecto precio, tal y como se aprecia en el gráfico siguiente³².

³¹ $TCR = \frac{E \cdot P^*}{P}$

³² Esto en cualquier caso es un acercamiento teórico, porque en el caso concreto de Argentina y Chile ha existido un proceso de continua caída de los niveles de precios en el periodo de estudio.

Diagrama 3.19
Diagrama del TCR
 Rigideces de precios a la baja



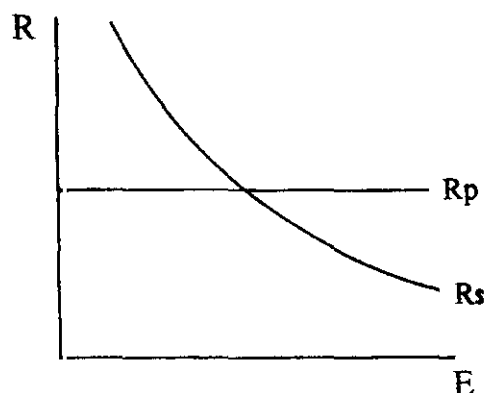
3.4 El dinero, los tipos de interés y los tipos de cambio; el diagrama del mercado de divisas

3.4.1 La rentabilidad y los tipos de cambio

Vamos a tomar como supuesto la condición de la paridad de intereses para definir cómo las variaciones de tipos de interés afectan al tipo de cambio, dadas unas expectativas sobre un tipo de cambio futuro.

En nuestro estudio el tipo de cambio evolucionará de tal forma que cumpla la teoría de la paridad de intereses³³, que viene representada gráficamente en el siguiente gráfico.

Diagrama 3.20
Diagrama del mercado de divisas



R, es la rentabilidad expresada en pesos

E, es el tipo de cambio nominal

Rp, es la rentabilidad de los pesos (rentabilidad de los depósitos en pesos)

Rs, es la rentabilidad, expresada en pesos³⁴, de los dólares

La curva Rs es decreciente ya que una apreciación del peso ($\downarrow E$) respecto al dólar eleva la rentabilidad esperada (en términos de pesos) de los depósitos en dólares, mientras que la curva Rp es perfectamente horizontal ya que el rendimiento de los depósitos en pesos (expresados en la propia moneda) es fijo ante variaciones del tipo de cambio.

3.4.1.1 El tipo de cambio de equilibrio

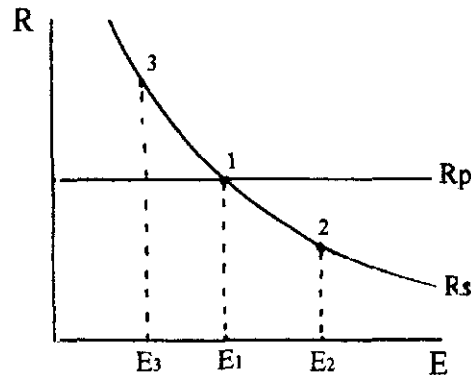
Seguiremos suponiendo en adelante que Rp, Rs y el tipo de cambio futuro del peso respecto al dólar (Ee) vienen dados.

³³ Ver punto 8 del apéndice metodológico.

³⁴ Debemos recordar que la rentabilidad de ambas monedas han de ser comparadas en términos de una de ellas, en este caso ambas rentabilidades, la del peso y la del dólar, vendrán expresadas en términos de pesos tal y como se recoge en el punto 5 del apéndice metodológico.

En el gráfico siguiente aparecen las tres posibles situaciones que se pueden dar. Tal y como veremos tan sólo el punto 1 verifica la condición de paridad de intereses ya que la rentabilidad del peso es igual a la del dólar.

Diagrama 3.21
Diagrama del mercado de divisas
 Equilibrio y puntos fuera del equilibrio



En el punto 2 la tasa de rentabilidad del dólar es inferior a la del peso. El público venderá depósitos en dólares a cambio de depósitos en pesos, lo que acabará por encarecer el peso con respecto al dólar, es decir, caerá el tipo cambio nominal desde el nivel E_2 hasta E_1 .

En el punto 3, por el contrario, para el tipo de cambio E_3 la tasa de rentabilidad del peso es inferior a la del dólar y la gente cambiará depósitos en pesos por depósitos en dólares. En este caso lo que se produce es una depreciación del peso ($\uparrow E$) y al igual que en el caso anterior un desplazamiento al punto de equilibrio.

Hemos podido comprobar no sólo que existe un solo punto de equilibrio sino también que cualquier punto fuera de éste tiende automáticamente hacia el equilibrio, donde como ya dijimos se cumple la condición de paridad de intereses.

3.4.1.2 El tipo de interés del peso y el tipo de cambio nominal

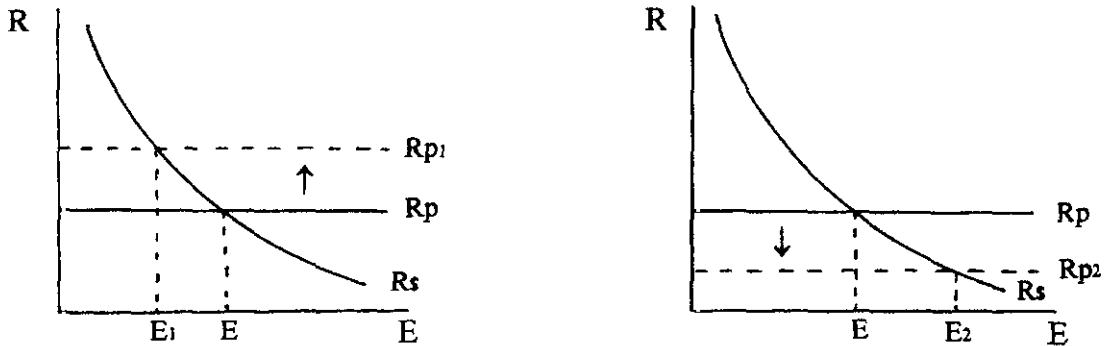
A continuación vamos a ver cómo afectan los movimientos del tipo de interés del peso (moneda nacional) al tipo de cambio nominal.

Podemos apreciar gráficamente que un aumento de la tasa de rentabilidad del peso produce una apreciación de la moneda, cuyo tipo de cambio cae y pasa de E a E_1 (diagrama 3.22), mientras que un descenso en la rentabilidad (diagrama 3.23) provoca el efecto contrario y el tipo de cambio aumenta y pasa de E a E_2 .

Diagramas 3.22 y 3.23

Diagramas del mercado de divisa

Un aumento y una disminución del tipo de interés del peso



3.4.1.3 El tipo de interés del dólar y el tipo de cambio nominal

De forma contraria al caso anterior, el tipo de interés de los dólares se mueve en la misma dirección que el tipo de cambio peso/dólar.

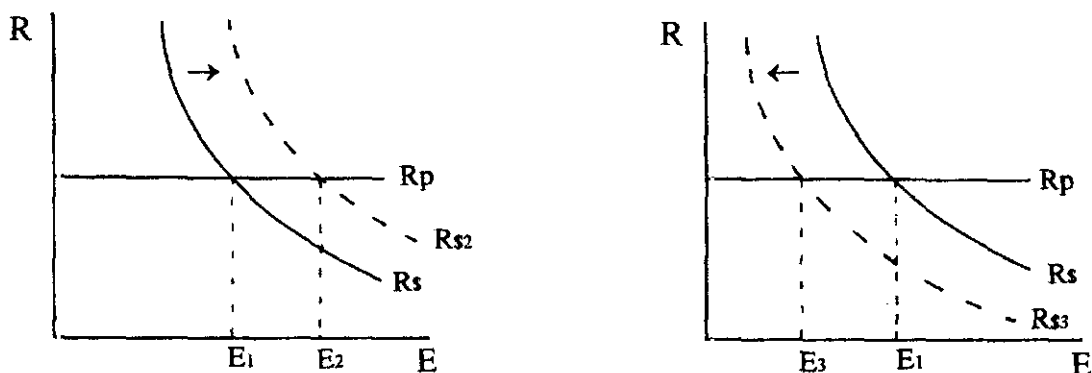
Un aumento del tipo de interés del dólar (un desplazamiento a la derecha de la curva con pendiente negativa) aumenta el tipo de cambio (deprecia el peso). Tal y como se muestra en el diagrama 3.24, el tipo de cambio pasa de E_1 a E_2 .

El diagrama 3.25 muestra la situación contraria, una caída del tipo de interés del dólar que hace caer el tipo de cambio hasta E_3 .

Diagramas 3.24 y 3.25

Diagramas del mercado de divisas

Aumento y disminución del tipo de interés del dólar



3.4.1.4 El efecto de las variaciones del tipo de cambio esperado sobre el tipo de cambio corriente

Dado un precio actual del peso respecto al dólar un aumento del precio futuro esperado de los dólares (aumento del tipo de cambio esperado) incrementará la

tasa de depreciación esperada del peso, con lo que aumenta la rentabilidad esperada de los depósitos en dólares (expresada en pesos). La función de pendiente negativa se desplazará a la derecha aumentando el tipo de cambio corriente. Esto supone que un aumento del tipo de cambio futuro del peso con respecto al dólar da lugar a un aumento en el tipo de cambio corriente y que de forma similar una caída del tipo de cambio futuro da lugar a una caída del tipo de cambio corriente.

La oferta monetaria y el tipo de cambio

Un aumento de la oferta monetaria incide directamente en las expectativas de tipo de cambio si este aumento de la oferta monetaria es considerado como permanente. En tal caso, este incremento de la oferta monetaria será considerado por el público como una señal inequívoca de que los precios subirán y se modificarán al alza las expectativas de tipo de cambio futuro. Esto origina, tal y como hemos visto en el apartado anterior, que el tipo de cambio actual del peso también aumentará³⁵.

De forma contraria, un aumento de la oferta monetaria que fuese considerado transitorio, en lugar de permanente, no modificará el tipo de cambio corriente al no producirse expectativas de inflación que modifiquen el tipo de cambio esperado.

³⁵ Sólo en el caso de que el aumento de la oferta monetaria sea considerado como permanente la oferta monetaria real ($M1/P1$) inicial será igual a la oferta monetaria real final ($M2/P2$), tan sólo a corto plazo, cuando los precios no han llegado al nivel $P2$ esto no sería cierto y la oferta monetaria real sería ($M2/P1$). Pero esto lo veremos más adelante en el modelo del mercado monetario.

3.5 El diagrama del mercado monetario

El presente punto va a desarrollar la relación existente entre la oferta monetaria y la demanda de dinero. El mercado monetario se encuentra en equilibrio cuando la oferta monetaria se iguala a la demanda de dinero y es este equilibrio el que determina el tipo de interés, dado un nivel de precios y de producto.

3.5.1 El tipo de interés y la demanda de dinero

La demanda agregada de dinero (M_d) se define como la suma de todas las demandas individuales en una economía.

$$M_d = f(R, P, Y)$$

Siendo:

R; el tipo de interés real

P; el nivel de precios

Y; el nivel de producción

Un aumento de R disminuye la demanda de dinero de los particulares al encarecer el coste de pedir prestado.

Un aumento del nivel de precios hace aumentar la demanda de dinero ya que los particulares demandan saldos reales para mantener su poder adquisitivo, es decir, que si los precios suben los particulares gastarán más y desearán tener más dinero para afrontar esa subida de precios.

Un aumento de la renta nacional real implica que se producen y venden un mayor número de bienes y servicios en la economía con lo que la demanda de dinero aumentará para poder hacer frente a más pagos.

Tal y como hemos dicho anteriormente la demanda de dinero es una demanda de saldos reales, es decir, es decir que esta demanda será proporcional a la evolución del nivel de precios.

$$\frac{M_d}{P} = L$$

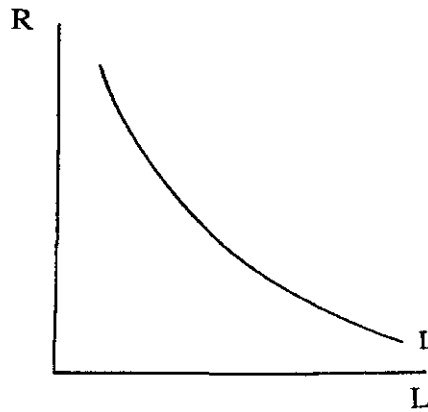
L, será la demanda de dinero real, tal y como queda definida en la fórmula anterior y viene determinada por los tipos de interés y el nivel de renta, de forma inversa y directa respectivamente.

$$L = f(R, Y)$$

3.5.1.1 La representación de la demanda real de dinero

Gráficamente obtenemos que para un nivel de renta dado, la relación de la demanda de dinero agregada real y el tipo de interés será como queda representado en el diagrama 3.26, tal que la curva L representa todas las combinaciones de niveles de tipos de interés y de demanda monetaria real para un nivel de renta determinado.

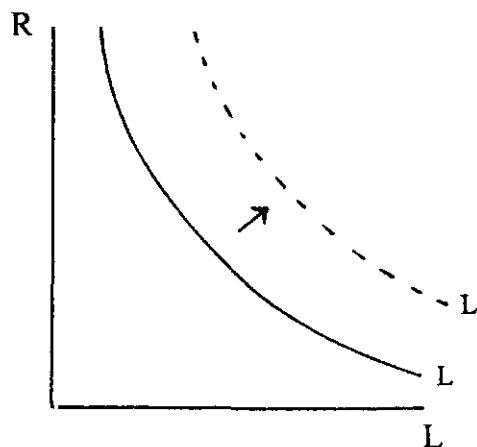
Diagrama 3.26
Curva L
 La demanda real de dinero



3.5.1.2 Un aumento de la renta real

Un aumento de Y provoca el desplazamiento de la curva L hacia la derecha, es decir que para un mismo nivel de tipo de interés se incrementaría la demanda de dinero real.

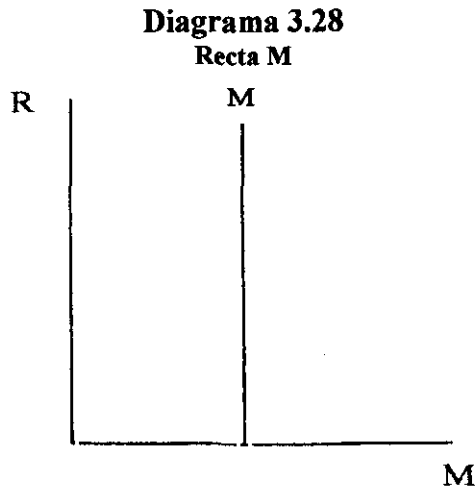
Diagrama 3.27
Curva L
 Desplazamiento



Naturalmente una caída de la renta real desplazaría la curva hacia la izquierda.

3.5.2 El tipo de interés y la oferta de dinero

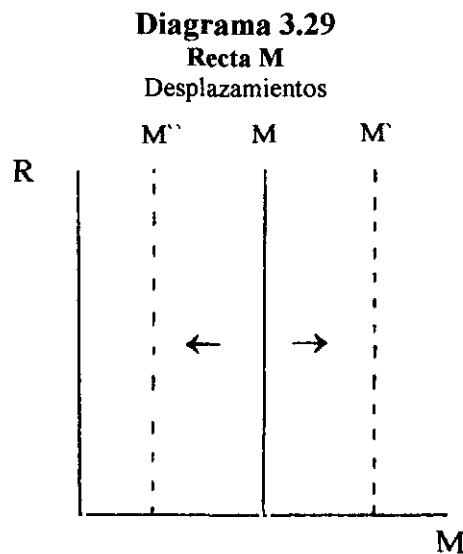
La oferta monetaria es independiente del tipo de interés al venir determinada por la actuación de las autoridades monetarias. Es por este motivo que gráficamente se representa como una línea rígida, es decir la elasticidad es cero, el nivel de oferta monetaria es el mismo para cualquiera que sea el nivel de tipos de interés, tal y como se aprecia en el siguiente gráfico.



La línea M representa por tanto todas las combinaciones posibles de oferta monetaria y tipos de interés para un nivel de renta dado.

3.5.2.1 Un aumento de la oferta de dinero

Un aumento de la oferta de dinero desplaza la línea M hacia la derecha (hasta M') de forma paralela mientras que una contracción de la oferta monetaria desplazará la M hacia la izquierda (hasta M'').



3.5.3 El equilibrio en el mercado monetario

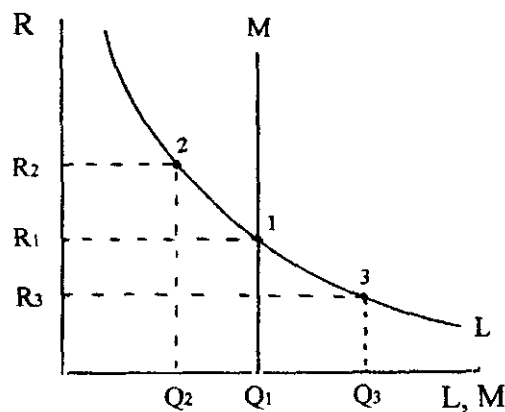
La condición de equilibrio en el mercado monetario es que la demanda de dinero se iguale a la oferta de dinero, es decir, que la demanda de dinero agregada (M_s) se iguale a la oferta de dinero (M_d).

$$M_s = M_d$$

Como la demanda agregada de dinero es una demanda de saldos reales y la oferta monetaria de dinero depende de la política del banco central podemos establecer la condición de equilibrio monetario como $M = L$.

En el siguiente gráfico se observan tres posiciones posibles en los puntos 1, 2 y 3. Tan sólo en el punto 1 existe equilibrio en el mercado monetario ya que la cantidad que el público está dispuesta a demandar coincide con la cantidad de dinero que las autoridades monetarias ofertan. El tipo de interés al que este equilibrio se produce es R_1 y es el tipo de interés que vacía el mercado monetario.

Diagrama 3.30
Diagrama del mercado monetario
 Equilibrio y puntos fuera del equilibrio



En el punto 2 el tipo de interés del mercado es mayor que el tipo de interés de equilibrio y sin embargo existe un exceso de oferta monetaria ($Q_1 - Q_2$) que es la cantidad de dinero que nadie quiere. Con un exceso de oferta de dinero en el mercado el tipo de interés (el precio del dinero) caerá y esta situación se producirá hasta llegar al punto de equilibrio, es decir, hasta que el tipo de interés llegue a R_1 .

En el punto 3 la situación es contraria al caso anterior puesto que lo que tenemos es un exceso de demanda de dinero ($Q_3 - Q_1$) y sin embargo el tipo de interés del mercado (R_3) está por debajo del tipo de interés que vacía el mercado. El público está dispuesto a pedir prestado más de lo que se oferta y esto provoca un aumento del tipo de interés del mercado hasta que éste llegue al tipo de interés de equilibrio R_1 .

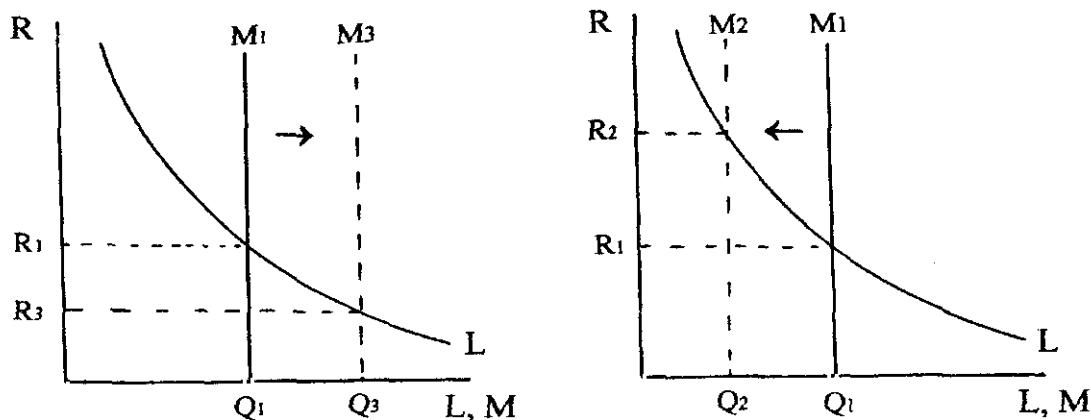
Todo lo anteriormente dicho implica que cualquier punto fuera del punto 1 tiende automáticamente al equilibrio ya que se asume que el dinero se comporta como un

bien normal; un exceso de oferta hace caer su precio y un exceso de demanda produce el efecto contrario.

3.5.3.1 Un aumento/disminución de la oferta monetaria

Un aumento de la oferta monetaria (siempre considerando un nivel de precios y un nivel de renta real) reduce el tipo de interés de equilibrio. Gráficamente (diagrama 3.31) el tipo de interés baja de R_1 a R_3 ante una expansión de la oferta monetaria de Q_1 a Q_3 .

Diagramas 3.31 y 3.32
Diagramas del mercado monetario
 Aumento y disminución de la oferta monetaria



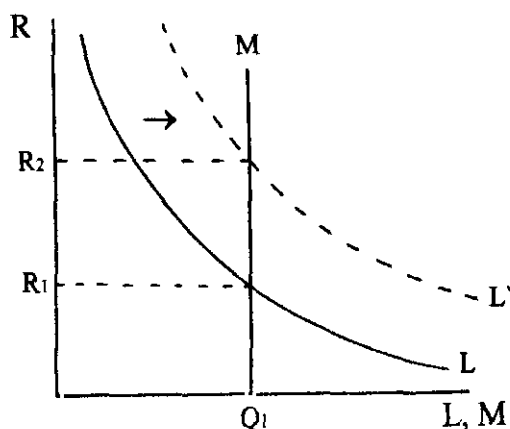
Una contracción de la oferta monetaria (diagrama 3.32) de Q_1 a Q_2 aumenta los tipos de interés de R_1 a R_2 .

3.5.3.2 Un aumento del producto nacional

Un aumento del producto nacional provoca el desplazamiento de la curva de demanda monetaria agregada a la derecha ya que para un mismo nivel de tipo de interés aumenta la demanda de saldos monetarios, esto provocará para una oferta monetaria determinada un aumento de los tipos de interés, de R_1 a R_2 ³⁶.

³⁶ Esto implicará que un aumento del producto que las autoridades monetarias no quieran que incida en el tipo de interés deberá ser acompañado de un aumento de la oferta monetaria para no variar el nivel R_1 la oferta monetaria y la demanda de saldos reales han de desplazarse hasta encontrar el nuevo punto de equilibrio en el tipo de interés R_1 .

Diagrama 3.33
Diagrama del mercado monetario
 Aumento de la demanda de dinero
 provocado por un aumento del producto nacional



3.5.4 Algunas consideraciones sobre este modelo de equilibrio monetario

El nivel de producto y precios viene dado a corto plazo, mientras que un análisis a largo plazo implicaría que el producto y los precios no son constantes.

En cuanto a la oferta monetaria y el nivel de precios; si todo lo demás permanece constante (R e Y) un incremento de la oferta monetaria de un país da lugar a un aumento proporcional de su nivel de precios. Esto es considerar que el público va a considerar que el aumento de la oferta monetaria es de carácter permanente con lo que los precios acaban por subir y la oferta monetaria real acaba siendo la misma al final del proceso y antes de la expansión monetaria.

La demanda de dinero es una demanda en términos reales ya que se demandan saldos monetarios reales al demandar poder adquisitivo, esto implica que un aumento de los precios que deje invariable R e Y no modificará la recta L . Sin embargo, si existe ilusión monetaria la recta L si se moverá ej. Si la gente cree que la inflación va a subir más de lo que realmente está subiendo ya no estará demandando saldos reales sin que está demandando más saldos de los que necesita para mantener ese poder adquisitivo (para que el aumento de precios no erosione su capacidad de compra). Esto puede ser una de las razones por las que este modelo puede no ajustarse a la realidad de Argentina o de Chile.

Una variación de la oferta monetaria a largo plazo no afecta ni al tipo de interés ni a la renta del país. Esto se debe a que el nivel de producción se ve influenciado por la cantidad de trabajo y capital humano disponible, por lo que a largo plazo la renta real no depende de la oferta monetaria. El efecto es nulo y comparable al de una reforma monetaria. Por otra parte el efecto de un aumento oferta monetaria no incide sobre los tipos de interés reales, ya que a medida que los precios suben los tipos de interés nominales también lo van haciendo (efecto Fischer).

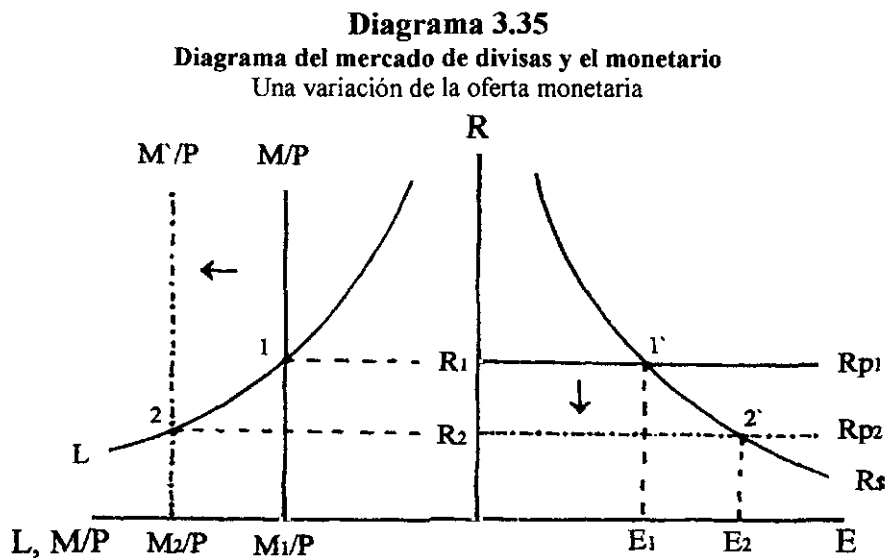
Un aumento de la oferta monetaria provoca un aumento proporcional del tipo de cambio nominal a largo plazo (depreciación de la moneda nacional).

Al tipo de interés R_1 ambos mercados de activos se encuentran en equilibrio y el tipo de cambio E_1 el mercado monetario nacional se vacía (punto 1') al igualarse la oferta y la demanda, verificándose al mismo tiempo la condición de paridad de intereses (punto 1).

3.6.2 Los efectos de las variaciones de la oferta monetaria sobre el tipo de cambio corriente

Por otro lado la integración de los dos diagramas nos va a permitir realizar el análisis de las variaciones de la oferta monetaria nacional sobre el tipo de cambio corriente del peso.

Tal y como podemos ver en el siguiente gráfico de produce un aumento de la oferta monetaria de M_1 a M_2 y el tipo de interés disminuye de R_1 a R_2 dado que la recta R_{1p} se desplaza hasta la R_{2p} para restablecer el nuevo equilibrio en el mercado monetario nacional (punto 2). El efecto final es una depreciación del peso respecto al dólar (el tipo de cambio pasa de E_1 a E_2) ya que el equilibrio en el mercado de divisas se restablece en el punto 2'.



Por lo tanto, un aumento de la oferta monetaria real de pesos implicará una depreciación del peso con respecto al dólar en el mercado de divisas y, una contracción monetaria, una apreciación.

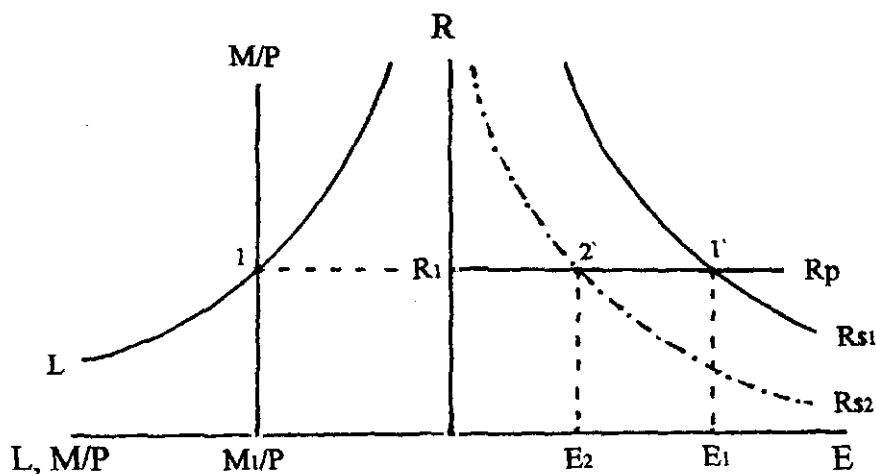
3.6.3 La oferta monetaria norteamericana y el tipo de cambio del peso respecto al dólar

De la misma forma que un aumento de la oferta monetaria nacional reduce la rentabilidad esperada de la moneda nacional, un aumento de la oferta monetaria extranjera modificará la rentabilidad de los depósitos (en este caso de los dólares)

reduciéndola. Dicho hecho queda reflejado en nuestro modelo mediante un desplazamiento a la izquierda de la curva de rendimiento de los dólares de R_{s1} a R_{s2} . El efecto final implica una apreciación de tipo de cambio de peso.

Diagrama 3.36

Diagrama del mercado de divisas y el monetario
Una modificación de la oferta monetaria extranjera



Concluiremos con que un aumento de la oferta monetaria norteamericana apreciará nuestra moneda y una contracción de la oferta monetaria la depreciará respecto al dólar.

3.6.4 Una variación de las expectativas de tipo de cambio

Una variación de las expectativas del tipo de cambio (del peso respecto al dólar), por ejemplo, una depreciación futura del peso respecto al dólar aumenta la tasa de rentabilidad de los depósitos en dólares expresados en pesos, mientras que unas expectativas de apreciación futura del peso disminuirán la tasa de rentabilidad de los depósitos en dólares. El primero de los casos implica que gráficamente la curva R_s se desplaza hacia la derecha, mientras que unas expectativas de apreciación del peso desplazarán la curva R_s hacia la izquierda.

Por lo general estas expectativas sobre la evolución del tipo de cambio de la moneda nacional se generan en la medida que el público considera que van a aumentar los precios futuros de los bienes nacionales en relación a los extranjeros y por tanto también aumenta el precio de la moneda nacional, es decir, el tipo de cambio. El origen de dichas expectativas de tipo de cambio pueden proceder de movimientos de la oferta monetaria pero pueden darse como consecuencia de otros fenómenos que hagan suponer al público que el tipo de cambio nominal va a variar en el futuro³⁸.

³⁸ Tal es el caso, por ejemplo, del *Plan de Convertibilidad* en Argentina en 1991.

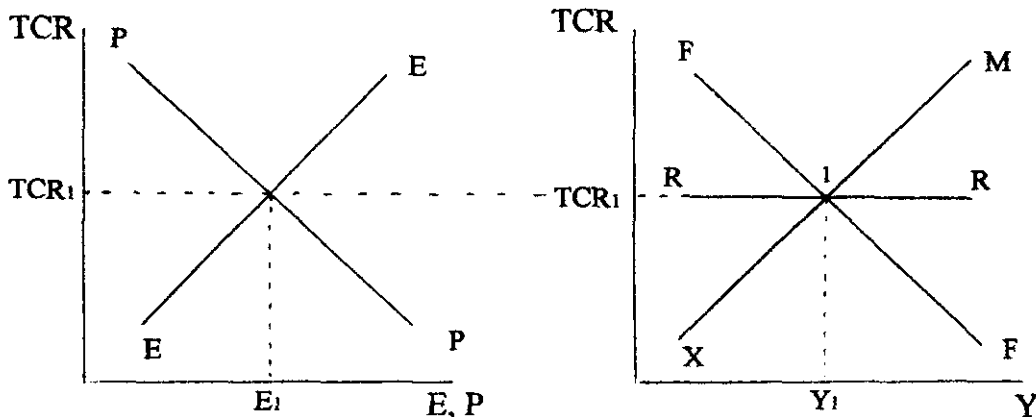
3.7 La integración del diagrama de la balanza de pagos y el diagrama PP-EE

En el presente apartado estudiaremos como se produce la integración de los dos diagramas que se desarrollaron en los apartados 2 y 3 del presente capítulo.

Tal y como vimos, los puntos fuera de la recta RR del diagrama de la derecha representan desequilibrios de balanza de pagos que crean presiones sobre el tipo de cambio real. Mientras que el gráfico de la izquierda nos explica cómo se ha realizado el movimiento del TCR, si ha sido en base a una alteración de los precios internos o si por el contrario se ha fundamentado en un cambio en el precio de nuestra moneda en divisa (en los apartados anteriores hablamos del dólar), es decir, el tipo de cambio nominal. Como es natural la modificación del TCR puede venir ocasionada por una combinación de ambos efectos.

El diagrama de la derecha implica que existe un punto de equilibrio (1) donde la balanza de pagos se encuentra en equilibrio y el diagrama de la izquierda nos indicará en qué medida este ajuste recae sobre los precios o sobre el tipo de cambio nominal.

Diagrama 3.37
Diagramas PP-EE y de la BP
 La integración



A partir de este momento y gracias al diagrama del TCR (otro de los nombres del diagrama PP-EE) vamos a poder separar del TCR el efecto precio y el efecto tipo de cambio nominal. Recordemos que al realizar la exposición del diagrama de la balanza de pagos sólo consideramos el efecto de los precios sobre la competitividad de la producción nacional al considerar indeterminado el efecto del tipo de cambio real sobre el TCR en virtud del régimen cambiario establecido en el país y de la política monetaria seguida por las autoridades económicas³⁹. El

³⁹ Ver punto 4 del apéndice metodológico.

diagrama PP-EE nos permitirá analizar el efecto combinado del tipo de cambio nominal y de los precios internos sobre el TCR⁴⁰.

En el análisis que realizaremos a continuación desarrollaremos dos enfoques distintos. El primero de estos consiste en situar a la economía en un equilibrio inicial (en el punto 1) y posteriormente se introduce una distorsión que aumenta o disminuye las reservas, ubicando el tipo de cambio real fuera de sus niveles de equilibrio.

Posteriormente se desarrollará el análisis desde el punto de vista contrario, es decir, la economía parte de un punto de desequilibrio, en el que el tipo de cambio real no coincide con el de equilibrio y la economía tenderá hacia ese nivel de equilibrio.

Para acortar el análisis no desarrollaremos cada uno de los tipos de distorsiones sino que simplemente consideraremos la acumulación de reservas o la pérdida de las mismas con independencia del proceso que provoca dichas alteraciones, es decir, no procederemos a diferenciar si estos desequilibrios se originaron como consecuencias de alteraciones en la cuenta de capitales o en la cuenta corriente⁴¹.

3.7.1 Un aumento de las reservas partiendo de la posición de equilibrio

Un aumento de las reservas⁴² provocará que el tipo de cambio real de la economía pasa de TCR_1 a TCR_2 ya que en el gráfico de la derecha del diagrama 3.38 se desplaza del punto 1 al 2. En cualquier caso el punto de corte de las líneas PP y EE se encontrará en el nivel de TCR que tenga la economía en cada momento ya que este punto determina la combinación de precios y tipo de cambio nominal que dan origen al TCR “actual” de la economía.

Como consideramos que la economía parte de la situación de equilibrio, en un primer momento el tipo de cambio real de la economía en cuestión coincide con el TCR de equilibrio que determina la RR.

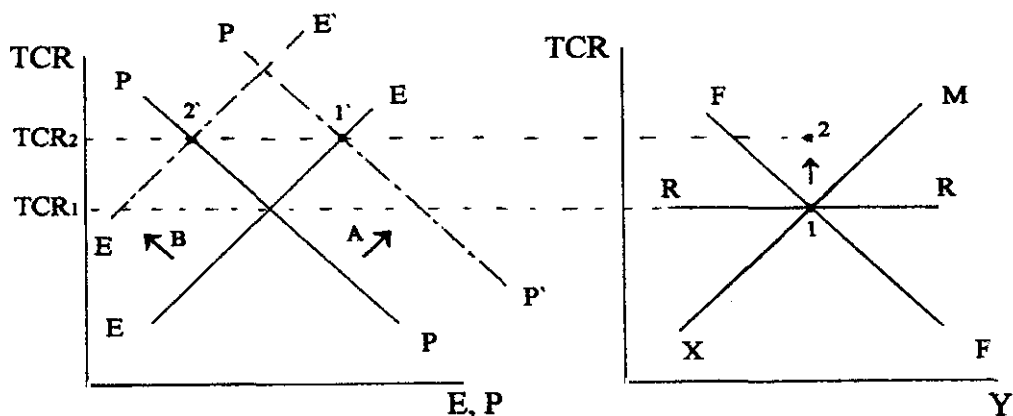
Dado un incremento de las reservas internacionales se producen presiones en el TCR que acaban por ubicarlo en TCR_2 . Como se puede observar en el siguiente gráfico el paso de TCR_1 a TCR_2 puede ser debido a varios factores.

⁴⁰ Lo que seguiremos considerando exógeno, quedando fuera del modelo, serán los precios externos.

⁴¹ La evidencia muestra que esto no es así puesto que las variaciones en la cuenta financiera pueden tener un riesgo implícito mayor ante la posibilidad de existencia de flujos de capitales de carácter volátil que reaccionan de forma compulsiva e imprevisible.

⁴² Tal y como se puede apreciar en el siguiente gráfico el aumento de las reservas se debe tanto a una entrada de capitales exteriores como a una mejora de la cuenta corriente.

Diagrama 3.38
Diagramas PP-EE y de la BP
 Un aumento de las reservas



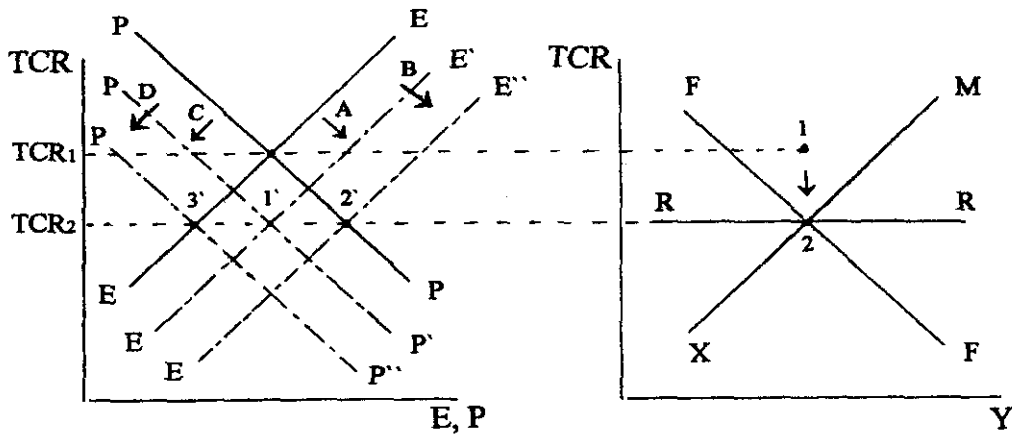
La flecha A indica que el aumento del TCR se ha basado en un aumento del tipo de cambio nominal, con lo que nos colocaremos en el punto 1' del gráfico PP-EE, mientras que la flecha B hace referencia a que se ha accedido al TCR₂ mediante una caída de los precios internos (recordemos que una expansión de los precios internos desplazaba la recta EE hacia la derecha) con lo que nos colocamos en el punto 2'.

Existe la posibilidad de que la economía acceda al TCR₂ mediante una combinación de contracción de precios internos y aumento del tipo de cambio nominal, en tal caso la economía se situaría entre el punto 1' y 2' del diagrama PP-EE.

3.7.2 Acceder al equilibrio con acumulación de reservas

En este caso, representado en el diagrama 3.39, las curvas EE y PP determinan el tipo de cambio real TCR₁ que no coincide con el tipo de cambio real de equilibrio TCR₂, el tipo de cambio real de la economía se encuentra sobrevaluado. La economía se encuentra en el punto 1 del diagrama de la derecha y tenderá a aproximarse a la situación de equilibrio que existe en el punto 2.

Diagrama 3.39
Diagramas PP-EE y de la BP
 La vuelta al equilibrio

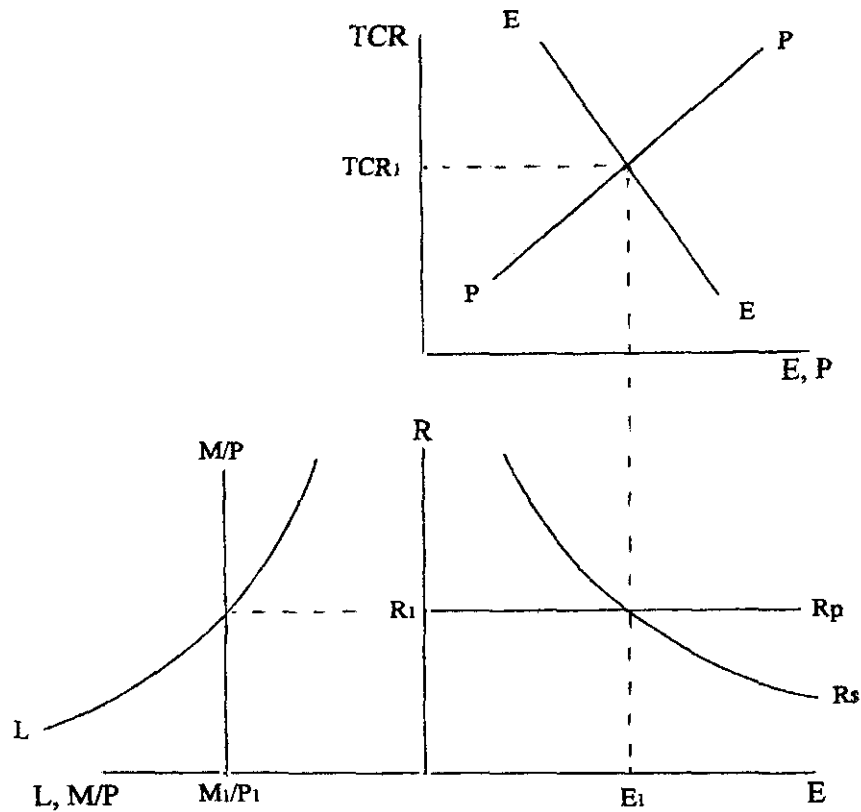


Tal como ocurriera en el caso anterior este camino puede realizarse vía precios, tipo de cambio o una combinación ambos. La flecha B representa el camino recorrido por la recta EE hasta que se alcanza el nivel de tipo de cambio real de equilibrio en el punto 2' del mismo gráfico. Este desplazamiento implica un aumento de los precios internos. Por otro lado la flecha D del gráfico de la izquierda representa el camino que recorre la PP cuando el ajuste del TCR recae enteramente en un encarecimiento de la moneda (caída del tipo de cambio nominal), con lo que la economía se sitúa en el punto 3' del mismo diagrama. Las flechas A y C muestran la combinación de un ajuste basado en los precios internos y en el tipo de cambio nominal.

3.8 La integración de los diagramas PP-EE y de los mercados de cambio y monetario

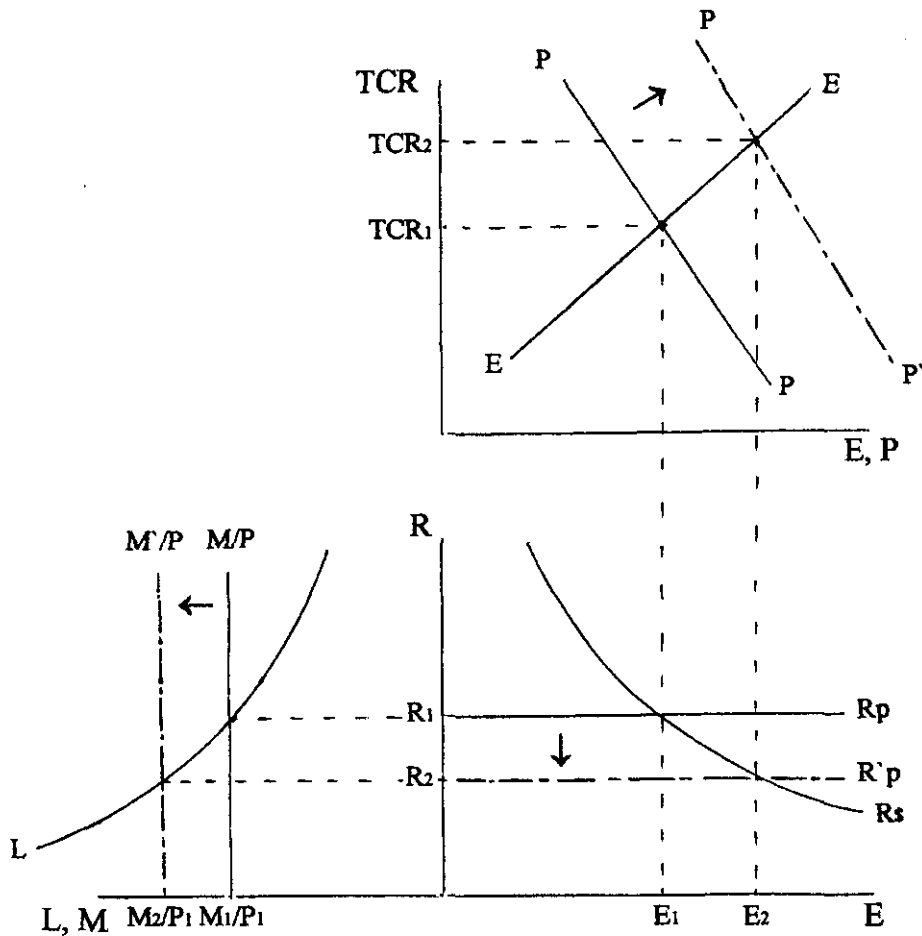
De la misma forma que en el apartado anterior describíamos de forma somera la interrelación entre el diagrama de la balanza de pagos y el diagrama del TCR, en el presente apartado vamos a describir cómo se integran el mercado cambiario con el diagrama del TCR, tal y como figuran a continuación.

Diagrama 3.40
Diagramas PP-EE y de los mercados monetario y de divisas
 La integración



Un aumento de E debido a cualquiera de las circunstancias que pueden provocarlo, que vimos anteriormente en los apartados 4 y 5 y que se desencadenen bien en el mercado monetario o en el mercado de cambios, va a provocar un desplazamiento de la recta PP hacia al derecha hasta que el punto de corte de la nueva PP (PP') y la EE marquen el nuevo tipo de cambio de equilibrio.

Diagrama 3.41
Diagramas PP-EE y de los mercados monetarios y de divisas
 Un aumento del tipo de cambio nominal



Un aumento de la oferta monetaria provocará un descenso de la rentabilidad del peso (expresada en pesos) que pasará de R_1 a R_2 , con lo que el tipo de cambio nominal aumenta (la moneda nacional se encarece) pasando de la situación inicial de E_1 a E_2 . Este aumento del tipo de cambio se recoge en el diagrama de TCR mediante un traslado a la derecha de la curva PP.

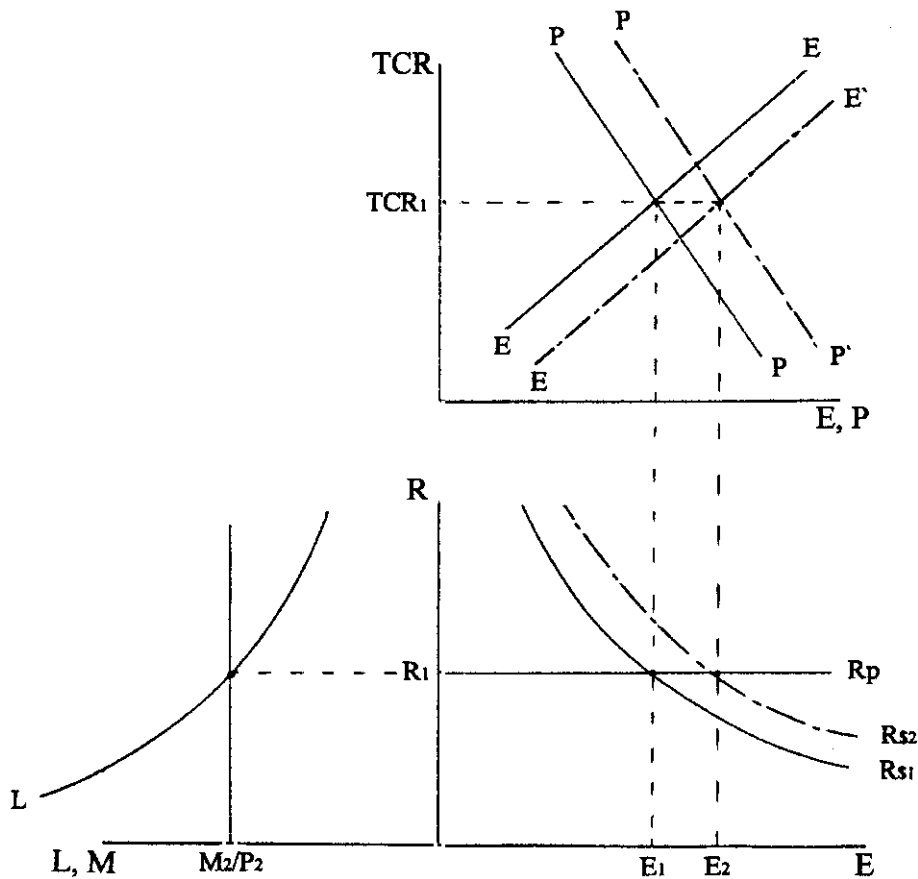
En el caso de que el aumento de la oferta monetaria sea considerado como temporal, a largo plazo no va a variar esta situación ya que el público no lo repercutirá en los precios, con lo que la oferta monetaria real final (M_2/P_1) será mayor que la oferta monetaria real inicial (M_1/P_1).

En caso contrario, es decir, si el público considera que el aumento de la base monetaria es de tipo permanente, los precios interiores ascenderán hasta hacer que la oferta monetaria real final se iguale a la inicial ya que $M_2/P_2 = M_1/P_1$, ya que el aumento de precios que se produce es $P_2 - P_1$. Este aumento de los precios se recoge en la recta EE mediante un desplazamiento hacia la derecha hasta la EE' (ver gráfico siguiente). Por otra parte el hecho de que un aumento de la oferta monetaria se considere permanente afecta a las expectativas de tipo de cambio ya que los agentes económicos interpretan que se va a producir un aumento de todos

lo precios expresados en moneda nacional, incluso el tipo de cambio, que es el precio de la moneda extranjera expresada en moneda nacional. Este aumento de las expectativas del tipo de cambio produce un aumento de la rentabilidad en moneda nacional de los depósitos en moneda extranjera tal y como vimos al explicar la teoría de la paridad de intereses, en este caso, la recta R_s se desplaza hacia la derecha con lo que el tipo de cambio aumenta anticipándose a las expectativas.

El efecto final sobre el tipo de cambio es indeterminado ya que si los precios aumentan en mayor medida que lo que lo hace el tipo de cambio el tipo de cambio real tenderá a ser menor que el tipo de cambio real inicial (TCR_1). En el gráfico se ha producido un aumento de los precios que ha desplazado la EE a EE' y un aumento del tipo de cambio nominal, que ha desplazado la PP hasta PP' , de tal forma que ambos efectos se han compensado manteniendo inalterado el tipo de cambio real en TCR_1 .

Diagrama 3.42
Diagramas PP-EE y de los mercados monetarios y de divisas
 Un aumento de la rentabilidad del dólar



Lo destacable de la relación entre los diagramas anteriores es el hecho de que un fenómeno producido en los mercados de cambio o monetario se refleja en el diagrama de TCR siempre que afecte al tipo de cambio nominal o a los precios.

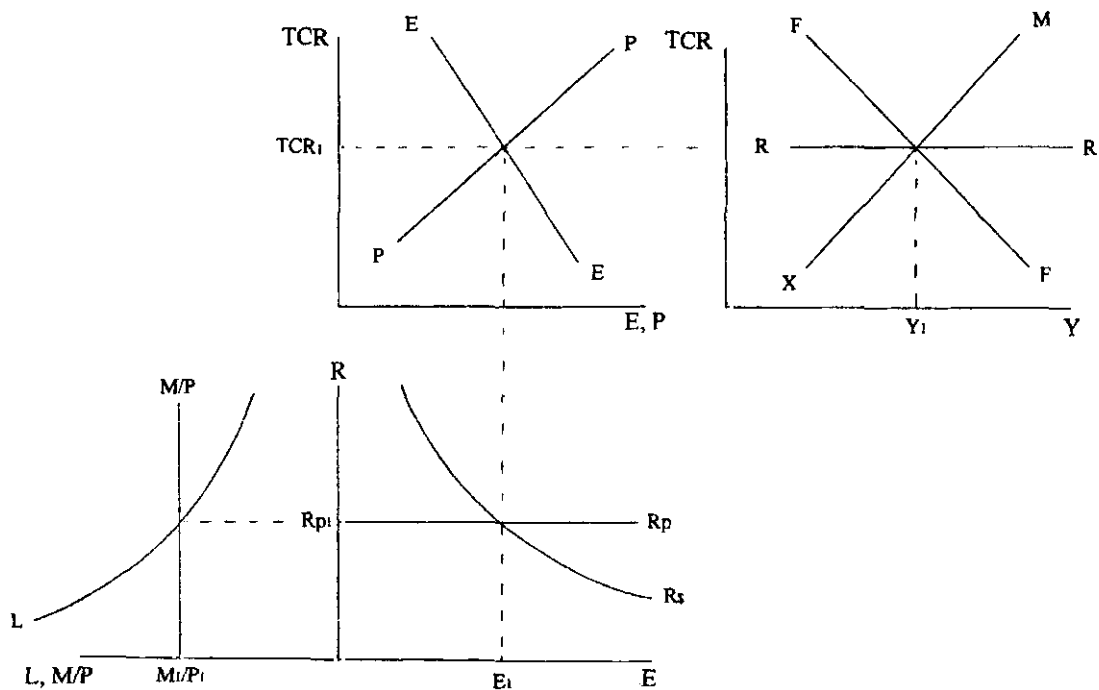
3.9 El modelo global

En el presente apartado y una vez expuesto el funcionamiento y algunos de los principales dilemas de política económica en base a los distintos diagramas que contiene el modelo así como las interrelaciones de estos diagramas de forma separada, vamos a proceder a exponer el modelo de forma global.

3.9.1 El equilibrio global

Tal y como podemos apreciar en el cuadro siguiente donde aparece dicho modelo, podemos observar que en el mismo aparecen el diagrama de balanza de pagos (parte superior a la izquierda) el diagrama del mercado cambiario y de mercado monetario (parte inferior) y ,a modo de caja de conversión, el diagrama PP-EE.

Diagrama 3.43
Diagramas PP-EE y de los mercados monetarios y de divisas
 El equilibrio global del modelo



En el cuadro anterior se representa el equilibrio global del modelo en el que la balanza de pagos y los mercados monetarios y de cambio se encuentran en equilibrio, determinando un nivel de precios, un tipo de cambio nominal, un tipo de interés y un nivel de producto compatible con esta situación. Estamos considerando que la situación de equilibrio de la balanza de pagos $F_n = X_n = 0$ no sólo determina un nivel de producto y un tipo de cambio real de equilibrio (Y_1 y TCR_1 respectivamente) sino que también implica la existencia de un estado determinado de los mercados monetarios y cambiarios y que por tanto implicará igualmente un tipo de interés de equilibrio R_1 .

Como veremos más adelante en el desarrollo del modelo la importancia del mismo radica en el análisis de las implicaciones que tiene tanto para la balanza de pagos como para los mercados de cambio y monetario el comportamiento de determinadas variables de carácter exógeno y las actuaciones de las autoridades económicas sobre determinadas variables.

Como ya ocurriese en la exposición realizada en el apartado 3.2 la situación de partida va a ser la de equilibrio de balanza de pagos ($X_n = F_n = 0$) y en este caso se considerará, para facilitar el análisis, que los mercados cambiario y monetario se encuentran igualmente en equilibrio.

El principal objetivo del presente apartado es contrastar los diferentes ajustes en virtud de las opciones de política económica. En el desarrollo de los puntos subsiguientes encontraremos las posibilidades y limitaciones de los compromisos cambiarios, de la política monetaria, de las posibilidades que brinda la flexibilidad de precios a la baja, las implicaciones de la orientación de la economía hacia los mercados exteriores... en resumen, se va a poner de manifiesto el “margen de maniobra” de las distintas opciones de política económica en el marco de un sistema cambiario específico y a cómo se entiende la orientación hacia el exterior⁴³.

Obviamente un análisis pormenorizado de todas las opciones de política económica, en la totalidad de escenarios posibles resulta una labor que excede el cometido de este apartado, por esto tan sólo analizaremos aquellas situaciones de carácter más general que en mi opinión resultan de mayor interés para la posterior comparación de las economías chilena y argentina.

⁴³ Con la frase “cómo se entiende la orientación hacia el exterior” nos queremos referir a si prima la estrategia exportadora o por el contrario la economía se vuelca hacia la recepción de capitales exteriores.

3.10 Supuestos de partida del modelo y algunas consideraciones sobre el mismo

En el presente apartado presentamos algunos de los supuestos de partida del modelo que hemos desarrollado en el presente capítulo, que junto a los supuestos de partida del diagrama de la BP que fueron tratados en el último punto del desarrollo del citado diagrama completan los supuestos de partida más significativos. Así mismo y a modo de aclaración también exponemos algunos breves comentarios sobre el modelo.

El efecto de un aumento de las reservas internacionales sobre el tipo de cambio vía mercado cambiario no va a ser indeterminado ya que hemos asumido la condición de paridad de intereses reflejada en los diagramas del mercado monetario y del mercado de divisas. Asumimos por tanto que un aumento de las reservas internacionales modifica la oferta monetaria, expandiendo ésta⁴⁴.

- Estamos considerando los precios exteriores (P^*) como dados. Por esto al hablar de precios interiores realmente es como si nos refiriésemos al diferencial entre los precios internos y externos.
- La “F” (saldo de la cuenta financiera) no incluye las reservas y de esta forma estos saldos podrán ser estudiados de forma independiente.
- Estamos considerando dadas las expectativas sobre el tipo de cambio. (con lo cual eliminamos una variable del análisis). En realidad si no considerásemos como dadas las expectativas de tipo de cambio un incremento del tipo de cambio esperado (del peso respecto al dólar), es decir, una depreciación esperada del peso respecto al dólar da lugar a un aumento del tipo de cambio corriente (Krugman y Obstfeld, página 393).
- Que la economía se sitúe por encima del nivel de producto de equilibrio en el diagrama de balanza de pagos no implica un aumento de los costes productivos y por tanto no va a repercutir en un aumento en los precios. Véase apartado 9 del apéndice metodológico.
- El análisis a corto plazo en el modelo se realiza sin la inclusión del diagrama de la balanza de pagos ya que se trata de un diagrama que sirve para el análisis a medio y largo plazo. En el corto plazo nos centraremos en el análisis de los mercados monetario y cambiario y los efectos de estos sobre el tipo de cambio real a través del diagrama TCR. El análisis del corto plazo establece el escenario sobre el que arranca el análisis a medio y largo plazo, esta vez incluyendo el diagrama de la balanza de pagos. La razón es que los movimientos de los saldos de cuenta corriente se determinan a mayor plazo que los de los mercados monetarios y cambiarios, si bien es verdad que las particulares características de los mercados financieros hacen reaccionar a la cuenta corriente en el corto plazo no podemos decir lo mismo de la cuenta de capital.

⁴⁴ Ver punto 6 del apéndice metodológico.

- El modelo no introduce el papel de la política fiscal.
- Parece que está bastante claro que en el ámbito teórico se adaptaría mejor un sistema currency board que un sistema de flotación en una banda. Según el modelo desarrollado la intervención sobre la oferta monetaria tiende al desequilibrio mientras que si la oferta monetaria se adapta por sí sola el equilibrio se consigue automáticamente. Según el modelo el sistema que sigue Argentina se autocorriga al contrario que el chileno... bueno sería justificar porqué o porqué no se cumple lo que dice el modelo.
- En el modelo no aparecen las expectativas del tipo de cambio como una variable determinante del tipo de cambio, éstas se consideran dadas para simplificar el análisis, pero hay que considerarlo como un factor limitativo del modelo.
- Suponemos que la relación entre TCR y las curvas XM y FF es uno a uno si bien en el caso de la XM la relación es directamente proporcional y en el caso de la FF la relación es de carácter inversamente proporcional. Como consecuencia de este supuesto la RR es perfectamente plana y da lugar a un sólo punto de TCR de equilibrio.

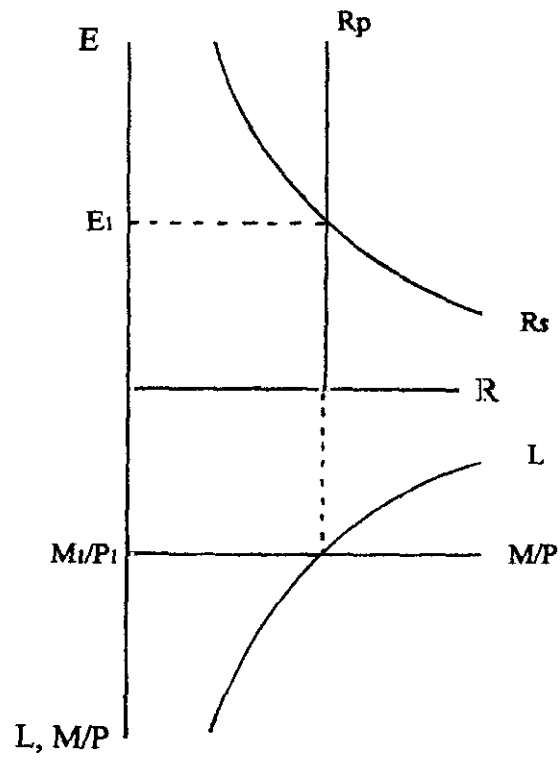
Capítulo III
Apéndice gráfico

Capítulo III
Apéndice gráfico

Gráficos:

Gráfico 3.1. Disposición original del diagrama del mercado monetario y del mercado de divisas; el modelo de Krugman220

Gráfico 3.1
Modelo de Krugman



Capítulo IV
El análisis de Argentina y Chile

Capítulo IV
El análisis de Argentina y Chile

Esquema:

4.1	Introducción.....	224
4.2	Síntesis macroeconómica en base a las variables del modelo.....	224
4.2.1	Los mercados monetarios y de divisas.....	224
4.2.1.1	Argentina.....	224
4.2.1.1.1	El mercado monetario.....	226
4.2.1.1.2	El mercado de divisas.....	227
4.2.1.2	Chile.....	229
4.2.1.2.1	El mercado monetario.....	230
4.2.1.2.2	El mercado de divisas.....	232
4.2.1.2.2.1	Las entradas de capitales y el tipo de cambio.....	232
4.2.2	El tipo de cambio real.....	236
4.2.2.1	Argentina.....	237
4.2.2.2	Chile.....	238
4.3	El diagrama de la balanza de pagos.....	240
4.3.1	El diagrama de balanza de pagos en el periodo 1989-1994.....	240
4.3.1.1	Argentina.....	240
4.3.1.2	Chile.....	242
4.3.2	El diagrama global.....	243
4.3.2.1	El diagrama global para Argentina.....	243
4.3.2.2	El diagrama global para Chile.....	246
4.3.3	Contrastación del diagrama de balanza de pagos: la evidencia empírica.....	248
4.3.3.1	Argentina.....	251
4.3.3.2	Chile.....	252

Gráficos y cuadros:

Cuadro 4.1. Argentina; Balanza de pagos y TCR. Datos de BP expresados en millones de dólares. Fuente: FMI y elaboración propia a partir de datos del FMI para el TCR.....	225
Gráfico 4.1. Argentina; Diagrama del mercado de divisas.....	227
Gráfico 4.2. Argentina; Diagrama del mercado monetario y del mercado de divisas.....	228
Cuadro 4.2. Chile; Balanza de Pagos y TCR. Datos de BP en millones de dólares. Fuente: FMI y elaboración propia a partir de datos del FMI para el TCR.....	230
Gráfico 4.3. Chile; Diagrama del mercado monetario y el mercado de divisas.....	231
Gráfico 4.4. Entradas de capitales no esterilizadas.....	233
Gráfico 4.5. Esterilización de los flujos de capitales exteriores.....	234
Gráfico 4.6. Chile; Funcionamiento del “dólar acuerdo”.....	236
Gráfico 4.7. Argentina; Tipo de cambio real.....	238
Gráfico 4.8. Chile; Tipo de cambio real.....	239
Gráfico 4.9. Argentina; Saldo de la cuenta corriente y de la cuenta financiera. Datos en millones de dólares. Periodo 1989-1994. Fuente: FMI.....	241
Gráfico 4.10. Argentina; Diagrama de la balanza de pagos.....	241
Gráfico 4.11. Chile; Saldo de la cuenta corriente y de la cuenta financiera. Datos en millones de dólares. Periodo 1989-1994. Fuente: FMI.....	242
Gráfico 4.12. Chile; Diagrama de la balanza de pagos.....	243
Gráfico 4.13. Argentina; Modelo global; 1990-1994.....	245
Gráfico 4.14. Chile; Modelo global; 1989-1994.....	248

4.1 Introducción

En el capítulo IV procedemos a analizar los resultados obtenidos del apartado II en base a la metodología expuesta en el modelo del capítulo III. Para esto, intentaremos simplificar al máximo el comportamiento de los distintas variables que intervienen en el análisis con el fin de poderlo plasmar gráficamente en el citado modelo. En el apartado 4.2 procederemos al análisis de las variables que intervienen en el modelo; comenzaremos por plasmar el comportamiento de los mercados monetarios y de divisas en Argentina y Chile en el período que nos ocupa para posteriormente continuar con la evolución del TCR. El apartado 4.3 se ocupará del estudio de las economías argentina y chilena para el periodo de entradas de capitales exteriores en base al diagrama de la balanza de pagos. En el mismo apartado se realiza igualmente la contrastación empírica del diagrama de la balanza de pagos para Argentina y Chile durante el período de afluencias de capitales exteriores.

4.2 Síntesis macroeconómica en base a las variables del modelo

Como ya se ha apuntado en la introducción el presente apartado se va a ocupar de sintetizar el comportamiento de las economías argentina y chilena en base al modelo analítico desarrollado en el capítulo anterior.

Como se pondrá en evidencia a lo largo de este apartado las diferentes características de las economías que nos ocupan implican un distinto tratamiento por parte del modelo analítico. Esta diferenciación se deriva fundamentalmente de la existencia de dos regímenes cambiarios distintos en Argentina y Chile. Como se ha apuntado en repetidas ocasiones en Argentina se estableció un régimen de *caja de conversión* mientras que en Chile se da un sistema de *crawling peg* en una *banda de flotación*.

4.2.1 Los mercados monetarios y de divisas

En el presente apartado trataremos de plantear de forma sencilla el comportamiento de los mercados monetarios y de divisas de los dos países que ocupan nuestro estudio con el fin de enmarcar la evolución de las distintas variables en el modelo que venimos trabajando.

4.2.1.1 Argentina

En Argentina, a partir de 1990, la evolución que tuvieron la cuenta financiera y la cuenta corriente resulta clara ya que a partir del citado año la cuenta corriente empeora progresivamente hasta 1994 mientras que los flujos de capitales siguen una tendencia al alza.

La economía argentina se endeuda con el exterior de forma creciente y dicho endeudamiento se produce tanto en la cuenta corriente como en la cuenta de capital (véase cuadro 4.1).

Por otro lado se produce una fuerte apreciación real y todo hace pensar que lo sucedido en Argentina durante este período está relacionado con los efectos provocados por una apertura financiera descontrolada en un marco de estabilización de precios internos. Téngase en cuenta que el citado fenómeno provoca un aumento de los tipos de interés reales que acaban por atraer capitales exteriores y por provocar la mencionada apreciación real. Dicha apreciación real erosiona la competitividad exterior de la producción interior y hace más atractiva la producción externa con lo que la cuenta corriente empeora a medida que acude a la economía un mayor volumen de ahorro externo. Este fenómeno ha sido tratado ampliamente en la literatura económica de estos últimos años¹.

Cuadro 4.1

Argentina

Balanza de pagos y TCR

(datos de BP expresados en millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
TCR ²	143,1	100,0	83,3	77,5	74,0	78,4
Cuenta corriente	-1305	4552	-647	-5401	-7046	-9363
Cuenta financiera ³	-17570	-6433	-668	8858	12612	8006
Acumulación de reservas ⁴	-18875	-1881	-1315	3457	5566	-1357

Fuente: FMI (para BP) y elaboración propia (TCR).

Entre 1990 y 1994 la economía pasó de un déficit en la cuenta financiera a un superávit y de un superávit a un déficit en la cuenta corriente.

Como tuvimos oportunidad de comprobar en el apartado 2.5.2.1 los flujos de capitales que se dirigieron a Argentina en el período 1990-1994 estuvieron compuestos en gran medida por flujos de capitales a corto plazo que en buena medida respondieron a las emisiones internacionales de activos financieros (Antzoulatos (1997)).

¹ Véanse Agénor y Hoffmaister (1996), Calvo y Vegh (1995), Calvo, Leiderman y Reinhart (1995), Quirk y Evans (1995) y Mathieson y Rojas-Suárez (1993) por citar algunos ejemplos.

² Tanto para Argentina como para Chile se ha considerado 1990 como año base para el cálculo del TCR ya que dicho año sirve de referencia para las grandes entradas de capitales. Datos de la CEPAL.

³ Los datos de la cuenta financiera vienen dados tal y como quedó definida la cuenta financiera en el diagrama de Balanza de Pagos, es decir, sin incluir las variaciones de reservas.

⁴ Los datos de acumulación de reservas quedan recogidos tal y como se definieron en el diagrama de Balanza de Pagos, es decir, como exceso de financiación exterior sobre necesidad de financiación de la cuenta corriente (cuenta financiera exceptuando la variación de reservas, más cuenta corriente).

Los tipos de interés reales se incrementaron de forma espectacular a partir del año 1989 tal y como vimos en el apartado 2.6.1 lo que vino acompañado de una extraordinaria apreciación del peso.

4.2.1.1.1 El mercado monetario

Como tuvimos oportunidad de comprobar en el apartado 2.7.3 la evolución de la oferta monetaria en Argentina sufre un importante cambio a partir de 1991 con la introducción del *Plan de Convertibilidad*. A partir de este momento la base monetaria se vincula directamente a la tenencia de reservas internacionales con el fin de dotar de un respaldo absoluto al tipo de cambio que se establece frente al dólar estadounidense⁵. El banco central pasa a perder la capacidad de realizar una política monetaria discrecional y a partir de la puesta en funcionamiento del nuevo sistema cambiario se convierte en una mera *caja de conversión*, ya que su papel se reduce conseguir a que la base monetaria esté respaldada plenamente por reservas internacionales. Por otra parte, en Argentina en este momento la cuenta financiera se encuentra plenamente liberalizada, con lo que las entradas de capitales exteriores, que comienzan a darse en 1990 y que registran importantes niveles en 1991, provocan grandes aumentos de las reservas internacionales y por ende, de la oferta monetaria⁶.

Este nuevo escenario implica que la oferta monetaria no se vincula con el tipo de interés de la moneda tal y como se entiende usualmente (al estilo de un sistema de tipo de cambio en el que el banco central interviene para defender la paridad de la moneda o por el contrario permite que su valor fluctúe libremente) ya que las alteraciones de la oferta monetaria nacional vendrán dadas por el aumento o disminución de las reservas internacionales y no por la política, discrecional o pasiva, de la autoridad monetaria. Esto implica que mientras se pueda mantener el compromiso cambiario el valor del peso en los mercados internacionales será “creíble” y si esto es así los tipos de interés del peso tenderán a converger con los del dólar, tal como sucede claramente a partir de 1991 (ver gráfico 2.17 del capítulo II).

Lo explicado anteriormente invalida la utilización del diagrama que vinculaba el mercado monetario con los mercados de divisas ya que, como hemos explicado, lo que va a determinar los tipos de interés del peso así como el tipo de cambio no va a ser la oferta monetaria nacional. Lo expuesto anteriormente justifica el hecho de que en el análisis de Argentina prescindamos de la utilización del diagrama del mercado monetario por lo que nos centraremos en el estudio de los mercados de divisas como determinantes del tipo de cambio nominal.

⁵ Recordemos que el tipo de cambio que se establece con el sistema de convertibilidad es de 10.000 australes = 1 \$ estadounidense; en el primer trimestre de 1992 se sustituye el austral por el peso al cambio de 10.000 australes por peso con lo que el tipo de cambio del peso frente al dólar es de uno a uno.

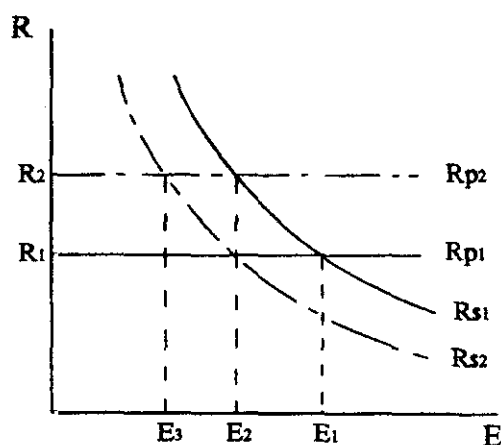
⁶ En el gráfico 2.28 del apéndice gráfico del capítulo II podemos comprobar el estrecho vínculo entre las reservas internacionales y la oferta monetaria a partir de 1991.

4.2.1.1.2 El mercado de divisas

Los tipos de interés reales, negativos hasta que la economía recuperó la senda de la estabilidad de precios, no cesaron de aumentar durante el período de estudio. Esto supuso la paralización del sector financiero durante buena parte del período de estudio; téngase en cuenta que las tasas de interés pasivas reales (de los depósitos) no pasaron a ser positivas hasta 1993 (ver gráfico 2.18 del capítulo II).

Tenemos por tanto que, prescindiendo del mercado monetario, el comportamiento del mercado cambiario en el período de estudio se traduce gráficamente en la forma que muestra el gráfico 4.1 que recoge el aumento de los tipos de interés de la moneda argentina, representado por el desplazamiento hacia arriba de la recta R_{p1} a R_{p2} . El tipo de cambio nominal tiende a descender, lo que implica el encarecimiento del peso en los mercados de divisas. El nuevo tipo de cambio pasa a ser E_2 , que es el punto de intersección de las curvas R_{s1} y R_{p2} , ya que en este punto se igualan los rendimientos (expresados en pesos) del peso y del dólar norteamericano. Sin embargo el tipo de cambio se depreciará más, si cabe, al descender el tipo de interés del dólar, representado gráficamente por el desplazamiento a la izquierda de la curva R_{s1} hasta R_{s2} , con lo que el tipo de cambio peso/dólar acabará por ser E_3 .

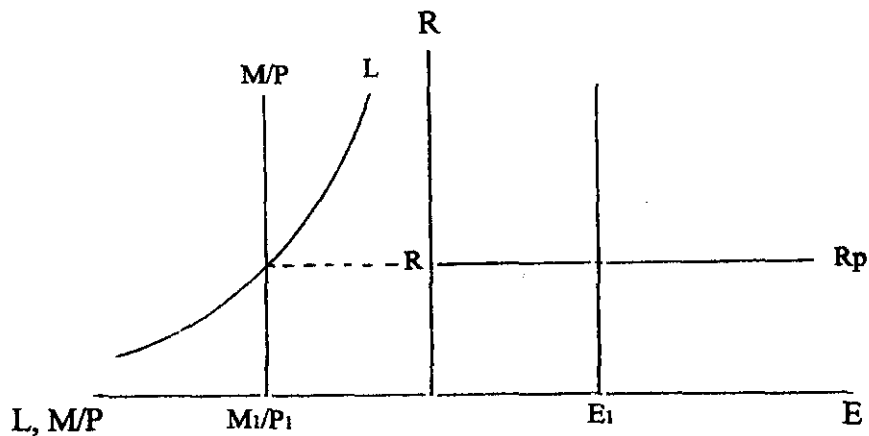
Gráfico 4.1
Argentina
Diagrama del mercado de divisas



Por otro lado, el sistema cambiario de *caja de conversión* que se da en Argentina implica el establecimiento de un tipo de cambio único, independientemente del tipo de interés que marque el mercado ya que cualquiera que sea éste, el tipo de cambio nominal se ha fijado mediante ley y la variación del mismo implica el incumplimiento del compromiso cambiario. Lo anteriormente dicho se puede apreciar en el gráfico 4.2; nótese como la E es una línea vertical y que con independencia de cual sea el nuevo punto de equilibrio del mercado monetario, y por tanto del tipo de interés que exista, el tipo de cambio permanecerá invariable en E_1 .

Gráfico 4.2**Argentina**

Diagrama del mercado monetario y del mercado de divisas



Según Ghosh, Gulde y Wolf (1998) el sistema de *caja de conversión* reduce la inflación como resultado del efecto confianza, producido especialmente por el aumento más rápido de la demanda de dinero que motiva una mayor seguridad institucional. Dicho aumento de la demanda de dinero sería representado gráficamente por un desplazamiento de la curva L de demanda de saldos reales hacia la izquierda, lo que provocaría un aumento de los tipos de interés.

Dicho “efecto confianza” tiene importantes implicaciones de cara al tratamiento de los mercados monetarios y de divisas en base al modelo. El modelo de Krugman vincula el equilibrio del mercado monetario con el equilibrio en el mercado de divisas y este vínculo se produce a través de tipo interés. En un sistema de *caja de conversión* el tipo de interés de la moneda nacional tiende a converger con el tipo de interés de la moneda que sirve de anclaje en la medida que el público otorga confianza al compromiso cambiario con lo que se produce la ruptura del vínculo entre el mercado monetario nacional y el mercado de divisas ya que el tipo de interés tenderá a converger con el de la moneda ancla con independencia de lo que les ocurra a la demanda y oferta monetaria reales.

El segundo de los hechos que invalida el modelo de Krugman es la existencia de un tipo de cambio que permanece fijo con independencia de los supuestos de la *Teoría de la Paridad de Intereses*, esto quiere decir que el tipo de cambio permanecerá inalterable aunque los tipos de interés de la moneda nacional y la divisa ancla se modifiquen.

Estos dos hechos suponen que el modelo de Krugman supone una simplificación que no es capaz de recoger lo acontecido en Argentina tras el establecimiento del *Plan de Convertibilidad*. El sistema de *caja de conversión* trasciende el modelo en la medida que el comportamiento de los mercados monetarios y de divisas no pueden ser recogidos plenamente por este aparato analítico.

4.2.1.2 Chile

Como hemos tenido oportunidad de constatar, el caso de Chile contrasta fuertemente con el de Argentina al desarrollar un régimen cambiario de tipo de cambio del tipo “*crawling peg*”, es decir, un tipo de cambio flexible que a su vez oscila dentro de los límites de una *banda de fluctuación* y que adquiere, en virtud de la ponderación que se da al los distintos tipos de cambio y a la forma de corregirlo, unas connotaciones específicas⁷.

Durante el período de estudio, Chile ha realizado una política de controles de capital que ha tratado de discriminar entre la entrada de los capitales externos, productivos e improductivos, a la vez que ha practicado una progresiva liberalización de las salidas de capitales chilenos al exterior. Parece ser que si bien este control de los flujos de capitales no ha sido completo⁸, como indica el hecho de que la partida de errores y omisiones aumentaron durante los años 1991 y 1992 todo apunta hacia el hecho de que Chile mantuvo un éxito relativo en el control de los flujos a corto plazo.

En el cuadro 4.2 aparece la evolución de la cuenta corriente y la cuenta financiera en Chile, así como la variación de reservas y el TCR. Como se puede apreciar en Chile, al igual que en Argentina, también se produjo un importante aumento de los flujos de capitales en el período 1989-1994, sin embargo, a diferencia de Argentina la cuenta corriente se mantuvo prácticamente invariable (a excepción de 1993). En Chile la caída producida en el TCR no se manifestó en un deterioro progresivo de las relaciones comerciales con el exterior⁹.

⁷ El funcionamiento de este sistema cambiario y la política que desarrolla el país frente a los flujos de capitales exteriores quedan descritos de forma pormenorizada en los apartados de “política cambiaria” y “controles de capitales” del capítulo referente a las medidas de política económica así como en el capítulo referente a los flujos de capitales.

⁸ Según Quirk (1997) los controles de capitales tienen efectividad en el corto y medio plazo y pueden ser útiles precisamente en períodos de adaptación de la cuenta de capital que progresivamente se liberaliza, si bien, parece ser que el mantenimiento de éstos no puede sustituir los ajustes macroeconómicos fundamentales que necesite la economía. Es probable que la utilización de estos controles de forma prolongada provoque serias distorsiones en la economía, si bien, como admite el autor, no existe una evidencia concluyente al respecto.

⁹ Más adelante examinaremos porqué se produce este fenómeno.

Cuadro 4.2
Chile
 Balanza de Pagos y TCR
 (datos de BP en millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
TCR ¹⁰	96,4	100,0	98,9	95,3	97,5	96,5
Cuenta corriente	-705	-536	109	-703	-2073	-646
Cuenta financiera ¹¹	1598	5422	2083	5384	3322	7816
Acumulación de reservas ¹²	893	4886	2192	4681	1249	7170

Fuente: FMI (para BP) y elaboración propia (TCR).

El país también se vio envuelto en un proceso de estabilización de precios que acabó situado los tipos de interés por encima de los tipos de interés internacionales. Según Grilli, Mathieson y Milesi-Ferretti (1995) ésta es una de las razones que pueden llevar a un país al establecimiento de controles de capitales para que desalienten la entrada de capitales especulativos atraídos por el diferencial de tipos de interés. En el caso de Chile existe la creencia generalizada de que la imposición de controles de capitales responde a un intento de proteger el TCR y de esta forma seguir desarrollando la estrategia comercial, basada en la diversificación de las exportaciones, que el país viene realizando¹³.

4.2.1.2.1 El mercado monetario

Durante los años que ocupan nuestro estudio Chile registra una importante caída en el ritmo de crecimiento de la oferta monetaria real. Por otro lado, si comparamos la evolución de la oferta monetaria real con el ritmo de crecimiento de la economía (ver punto 11 del apéndice metodológico) comprobaremos que desde este punto de vista la evolución de la oferta monetaria real difiere de la evolución de la oferta monetaria real tratada de forma aislada (véase gráfico 2.16 del capítulo II)¹⁴. Desde este nuevo punto de vista la oferta monetaria real ha

¹⁰ Tanto para Chile como para Argentina consideramos 1990 como año base del TCR ya que dicho año sirve de referencia para las grandes entradas de capitales. Como se puede observar para Chile es a partir de este año cuando se disparan las importaciones de capitales.

¹¹ Los datos de la cuenta financiera vienen dados tal y como definimos la cuenta financiera en el diagrama de Balanza de Pagos, es decir, sin incluir las variaciones de reservas.

¹² Los datos de acumulación de reservas quedan recogidos tal y como definimos la acumulación de reservas en el diagrama de Balanza de Pagos, es decir, como exceso de financiación exterior sobre necesidad de financiación de la cuenta corriente (cuenta financiera más cuenta corriente).

¹³ Uno de los grandes logros de la política económica chilena ha sido la importante reducción de la dependencia de las exportaciones vinculadas con el cobre. Tengamos en cuenta que las exportaciones relacionadas con este mineral implicaban cerca del 80% de las exportaciones totales en 1970, el 46,5% en 1990 y el 37% en 1994. Fuente; CEPAL.

¹⁴ Se trata de comparar la evolución de la oferta monetaria real con el producto de la economía y de esta forma dirimir si crece en mayor medida la esfera de la producción o la esfera monetaria ya que sólo existirá una expansión monetaria en la medida en que la segunda supere a la primera.

venido creciendo de forma muy moderada por encima del crecimiento de la economía y en 1994 nuevamente vuelve a mostrar una caída en el ritmo de crecimiento de la citada oferta monetaria. Esta nueva lectura de la evolución de la oferta monetaria, que relaciona la esfera real y monetaria, denota un mayor control de las variables monetarias por parte de las autoridades económicas que la que se deduce del estudio de la oferta monetaria real de forma aislada; sin embargo esto no significa que la evolución de dichas variables haya estado exenta de tensiones¹⁵.

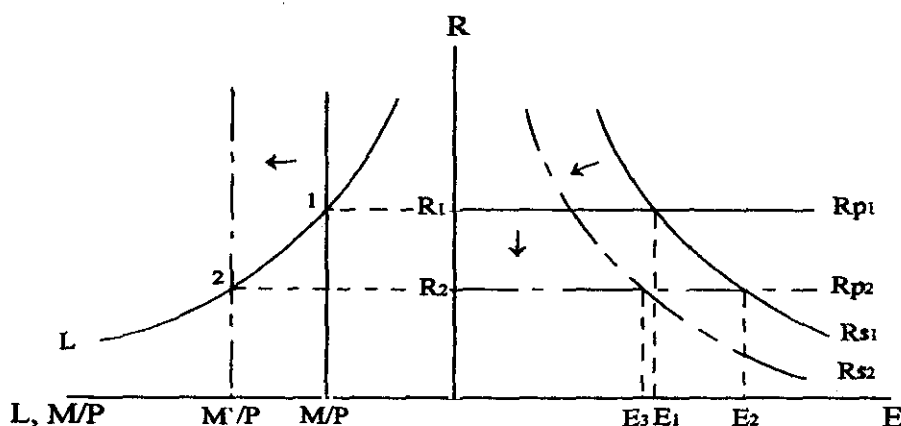
En cualquier caso y a pesar del control monetario los agregados monetarios aumentaron durante el período de entrada de capitales. Este comportamiento de la oferta monetaria se traduce gráficamente en un desplazamiento de la recta M/P hacia la izquierda (véase el gráfico 4.3), que provocará una caída en los tipos de interés si consideramos dadas la demanda de saldos reales y los tipos de interés de los depósitos en divisas.

Efectivamente el período de afluencias de capitales exteriores se caracterizó entre otras cosas por la lucha contra la inflación. Este fenómeno se refleja tanto en el mercado monetario como en el mercado de divisas (respectivamente, parte izquierda y derecha del gráfico 4.3). Por el lado del mercado monetario se produce un aumento de la oferta monetaria real como consecuencia de la importante caída de precios internos¹⁶ así como por la evolución de la propia oferta monetaria real enfrentada a la evolución del producto total de la economía. Como resultado de lo anterior en el citado gráfico aparece un nuevo equilibrio en el que se igualan la oferta monetaria y la demanda de saldos reales (punto 2) para el que igualmente se determina un nuevo tipo de interés (R_2) menor que el existente hasta el momento (R_1).

Gráfico 4.3

Chile

Diagrama del mercado monetario y el mercado de divisas



¹⁵ En el gráfico 4.1 del apéndice gráfico final podemos apreciar la tremenda irregularidad de la evolución de la oferta monetaria en Chile. Igualmente, se hace evidente la existencia de tensiones, en los años 1991 y 1992, en los que se endurecieron los controles de capitales.

¹⁶ M/P aumenta si los precios internos (P) disminuyen si consideramos dada la oferta monetaria nominal.

4.2.1.2.2 El mercado de divisas

Los tipos de interés registraron un importante descenso entre los años 1989 y 1994 (véase gráfico 2.18 del capítulo II) si bien este descenso de los tipos de interés es el resultado final de una evolución irregular de los mismos que parece manifestar importantes tensiones en los mercados monetarios.

La progresiva reducción de los tipos de interés en Chile se refleja gráficamente en un descenso de la recta Rp_1 , donde la economía se encuentra con un tipo de interés de R_1 , hasta la recta Rp_2 , donde el tipo de interés es R_2 (menor que R_1). Para un tipo de interés del dólar dado esto implica que el tipo de cambio nominal va a aumentar, es decir, se produce una depreciación de la moneda nacional frente a la extranjera. Si el tipo de interés del dólar es R_{s1} el tipo de cambio peso/dólar se situará en E_2 . Sin embargo, al igual que sucediera en el caso de Argentina, vamos a reflejar gráficamente el hecho de que en el período de estudio los tipos de interés del dólar descendieron, lo que se traduce en un desplazamiento a la izquierda de la curva R_{s1} hasta R_{s2} . Esto implica que el tipo de cambio realmente no se aprecia hasta situarse en E_2 sino que se situará en un punto E_3 situado entre E_1 y E_2 .

De nuevo la evidencia empírica confirma la idea de que existieron tensiones en los mercados monetarios y de divisas que provocaron una depreciación progresiva del peso (aumento del tipo de cambio nominal).

Sin embargo, en Chile se produjo un intento de evitar que el peso se separase del tipo de cambio central de la banda ya que si bien la *banda de fluctuación* en la que se movía el peso marcaba una clara senda de depreciación para la moneda nacional, el tipo de cambio nominal sufría fuertes tensiones que provocaban que éste se situase frecuentemente en el piso de la *banda de flotación*. En un intento de las autoridades económicas por salvaguardar la estrategia de desarrollo, fundamentalmente basada en la diversificación del sector exportador, se introdujeron controles de capitales exteriores que provocaban la depreciación del peso a través del incremento de la demanda de saldos reales.

El fin de los controles de capitales no fue otro que el de influir en la relación entre los mercados monetarios y los de divisas; gráficamente se produce una desvinculación entre el diagrama de la izquierda (mercado monetario) y de la derecha (mercado de divisas) ya que no se permite que los aumentos de las tasas de interés repercutan en la demanda de saldos reales (por parte de los ahorradores extranjeros) en la medida en que deberían hacerlo y de esta forma se evita que el tipo de cambio nominal se desvíe del compromiso cambiario.

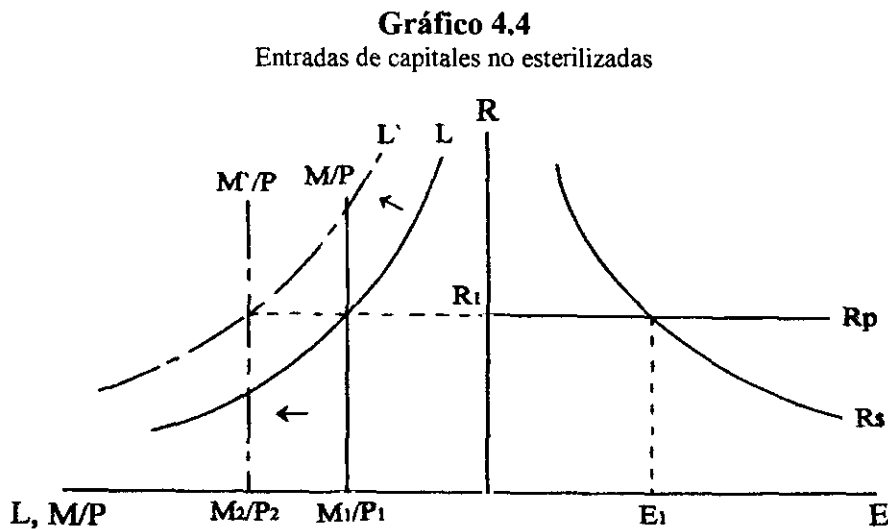
4.2.1.2.2.1 Las entradas de capitales y el tipo de cambio

A continuación se procede a exponer los efectos que provocaron las grandes entradas de capitales exteriores en Chile. Téngase en cuenta que este tipo flujos financieros acabaron por ocasionar fuertes apreciaciones reales en la mayor parte de los mercados emergentes receptores de los mismos, tal como apunta Schadler (1993).

La entrada de capitales exteriores al país supone un aumento de la demanda de saldos reales en el país receptor así como un fuerte aumento de las reservas internacionales del banco central. El primero de los efectos mencionados supone gráficamente el desplazamiento hacia la izquierda de la curva L de demanda de saldos reales en el diagrama del mercado monetario que hemos venido viendo en el desarrollo del trabajo.

En lo que se refiere al aumento de las reservas internacionales, el banco central tiene dos opciones ya que puede permitir que ese aumento de sus activos exteriores incida directamente en la oferta monetaria nacional o, por el contrario, puede tratar de esterilizarlos para que este aumento no incida en la oferta monetaria. Cada una de estas opciones tiene efectos distintos en la economía y por lo general la respuesta de la autoridad monetaria se encuentra en un punto medio entre las dos opciones mencionadas en virtud de las prioridades de política económica que convengan en cada momento.

Permitir que las entradas de capitales repercutan directamente sobre la base monetaria amortigua las perturbaciones que sobre el tipo de cambio y sobre el tipo de interés pueden ocasionar las corrientes exteriores tal como muestra el gráfico 4.4. En la medida que la demanda de saldos reales (desplazamiento de la L hasta L') se equipara a la expansión de la oferta monetaria (desplazamiento de M/P hasta M'/P) la repercusión sobre la tasa de interés y el tipo de cambio nominal es menor. En el gráfico 4.4 se representa el caso en que las entradas de capitales no alteran el tipo de interés (R_1) ni el tipo de cambio nominal (E_1).

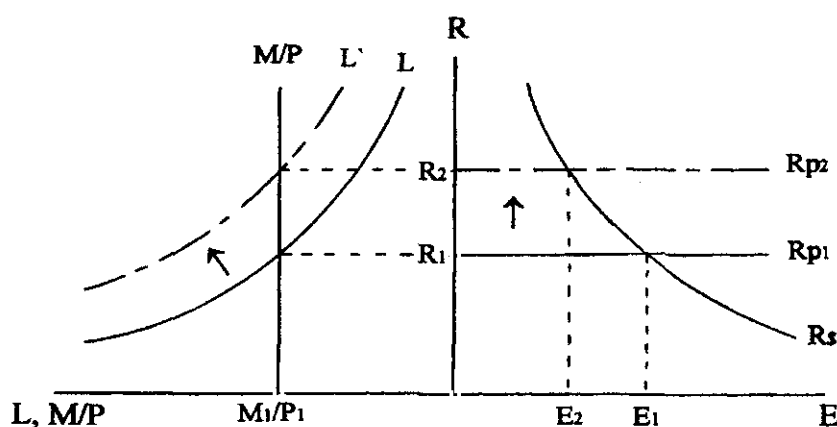


Otra de las opciones es que la autoridad monetaria decida esterilizar los flujos de capitales procedentes del exterior con el fin de no alterar las variables monetarias que acaban por hacer aumentar los precios internos. De esta forma el aumento de las reservas internacionales del banco central no se traduce en una variación de la misma magnitud de la oferta monetaria ya que al mismo tiempo que se producen las entradas de capitales el banco central emite títulos de deuda y retira efectivo en manos del público. Sin embargo la esterilización de los flujos exteriores ejerce presiones sobre los tipos de interés y sobre el tipo de cambio nominal.

El banco central en el transcurso de la política de mercado abierto que lleva a cabo para retirar efectivo en manos del público tiende a hacer subir los tipos de interés de la economía que, a su vez, tienden a atraer mayores cantidades de flujos capitales exteriores.

El gráfico 4.5 describe de forma simplificada la mecánica de la esterilización que hemos comentado anteriormente. Se produce un aumento de la demanda de saldos reales que hace que la línea L se desplace hasta L' mientras que en la medida en que se esterilizan los flujos exteriores con una mayor efectividad la recta M/P tiende a permanecer inmóvil. El efecto es el aumento de los tipos de interés que pasan de R_1 a R_2 y una caída del tipo de cambio (apreciación de la moneda nacional) que pasa de E_1 a E_2 .

Gráfico 4.5
Esterilización de los flujos de capitales exteriores



Tenemos por tanto que la primera de las opciones presentadas, la no esterilización de los flujos exteriores, implica una expansión monetaria que la mayor parte de los países receptores no estaba dispuesto a soportar dado que se encontraban inmersos en programas de estabilización de precios. Por otro lado la esterilización implica mantener el equilibrio interno a costa del equilibrio externo (apreciación real) y el aumento de los tipos de interés, lo que podría provocar mayores entradas de capitales.

La mayor parte de los países, y Chile entre estos, recurrieron en mayor o en menor medida a la esterilización con el fin de eliminar presiones sobre los precios internos. Finalmente el efecto de estas políticas tuvieron como lugar la progresiva apreciación de la moneda nacional (Schadler (1993)).

4.2.1.2.2 La banda de flotación en Chile

La *banda de flotación* en la que se mueve el tipo de cambio del peso fue descrita en los apartados 1.2.1.6 y 1.3.1.2 dedicados al funcionamiento del sistema cambiario y a la política cambiaria chilena, en el capítulo I. En aquel momento

establecimos que el objetivo del tipo de *dólar acuerdo* era el de dotar de un margen de estabilidad al tipo de cambio con el que opera la economía. El tipo de cambio del *dólar acuerdo* está relacionado con el concepto de TCER (Tipo de Cambio Efectivo Real) de una economía, aunque en realidad el tipo de cambio del *dólar acuerdo* refleje sólo el tipo de cambio respecto a tres países (Estados Unidos, Alemania y Japón) ya que sólo el dólar estadounidense, el marco y el yen forman parte de la cesta que compone el *dólar acuerdo*. El objetivo de dicho tipo de cambio del *dólar acuerdo* es que éste refleje la evolución del tipo de cambio real frente a los tres principales socios comerciales del país con el objeto de mantener el poder adquisitivo real de la moneda nacional frente a las tres principales divisas del mundo.

Como ya se apuntó en el capítulo I el cometido del tipo de *dólar acuerdo* es el de establecer un margen de confianza respecto del tipo de cambio con el que opera la economía al obligar a éste a que se mueva en una franja en torno al tipo de cambio del *dólar acuerdo*. Este es el compromiso cambiario que han aceptado las autoridades chilenas frente al resto del mundo.

El valor del *dólar acuerdo* lo fija la autoridad monetaria corrigiendo periódicamente la cesta de monedas ponderadas por el volumen de comercio que representan (dólar estadounidense, marco y yen). El tipo de cambio del *dólar acuerdo* se revisa periódicamente para corregir la evolución de los precios en los distintos países cuyas monedas componen la cesta de esta forma se pretende que el *dólar acuerdo* no desvíe su valor en términos reales y que de esta forma la capacidad de compra y venta del país permanezca estable frente a los principales socios comerciales y es por esto que la *banda de flotación* representa un compromiso de estabilidad cambiaria frente al exterior.

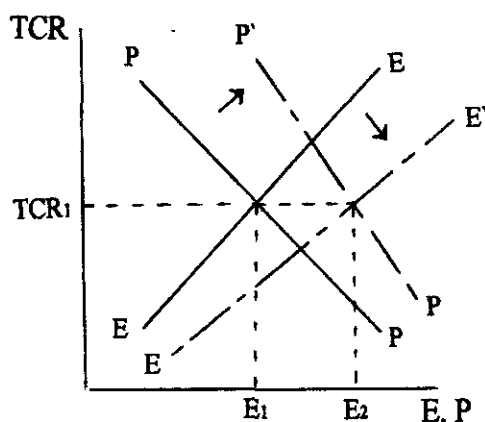
Para una mejor comprensión del papel que desempeña el tipo de cambio del *dólar acuerdo* hay que entender la estrategia de desarrollo que se ha venido siguiendo en Chile desde los años setenta. Como ya se ha mencionado en anteriores ocasiones las principales prioridades de la política económica chilena han sido la lucha contra la inflación en el plano interno y en el plano exterior la diversificación del sector exportador, con el fin de reducir la dependencia de las exportaciones de cobre. Por otro lado hay que tener en cuenta no sólo la importancia de las exportaciones frente al producto total de la economía sino también el elevado peso de las importaciones. Tenemos por tanto que un aumento del TCR beneficia al sector exportador pero encarece la adquisición de los insumos que el país obtiene del exterior, lo contrario, una caída del TCR abarataría la producción exterior a costa de perjudicar la venta al exterior de la producción interna. Llegamos a la conclusión de que las autoridades preferirán una estabilidad del TCR que garantice la compra de insumos exteriores así como el desarrollo del sector exportador.

El funcionamiento del tipo de cambio del *dólar acuerdo* tendrá como fin conseguir un TCR estable y por esto utilizaremos el diagrama del TCR para ver gráficamente como se articula el mecanismo de la *banda de flotación*.

En el gráfico 4.6 la autoridad monetaria no quiere alterar el TCR mientras que los precios interiores crecen a mayor ritmo que los precios exteriores. Gráficamente

esto se traduce en que el TCR permanece inmóvil en TCR_1 mientras que la recta EE se desplaza hacia la derecha hasta EE' . Si la autoridad monetaria establece como objetivo que el TCR permanezca estable (en este caso fijo) el peso del ajuste cae en el tipo de cambio nominal que deberá aumentar para permitir que no varíe la competitividad frente al exterior. Gráficamente se da un desplazamiento hacia la derecha de la recta PP hasta PP' con lo que el nuevo tipo de cambio nominal pasa a ser E_2 .

Gráfico 4.6
Chile
Funcionamiento del "dólar acuerdo"



Llegamos a la conclusión de que para permitir la estabilidad del TCR en un entorno inflacionario hay que permitir que el tipo de cambio nominal se aprecie, es decir, que la moneda se devalúe.

Sin embargo como se dijo en un principio este tipo de cambio de *dólar acuerdo*, que hemos dicho que tenderá a la apreciación, es meramente indicativo y es el que marca la evolución de la *banda de flotación* en la que ha de moverse el tipo de cambio en el que opera la economía o "tipo de cambio observado" ya que la propia *banda de flotación* es un margen de fluctuación superior e inferior del tipo de cambio del *dólar acuerdo*.

4.2.2 El tipo de cambio real

En este apartado analizamos la evolución del TCR en Argentina y Chile en el período de estudio en el marco del diagrama del TCR desarrollado en el capítulo III.

Recordemos que el tipo de cambio real, tal como quedó definido en el trabajo desde un primer momento (ver punto 3 del apéndice metodológico), es el precio en pesos de una cesta de bienes norteamericana y mide la competitividad de los productos transables de la economía y por ende la potencialidad de las exportaciones comerciales. Como sabemos en la composición del TCR

intervienen los precios nacionales y extranjeros y el tipo de cambio nominal de la moneda nacional (peso) por la moneda extranjera (dólar). Vamos a considerar dados los precios extranjeros, dada su gran estabilidad y por tanto escasa incidencia sobre el TCR del peso¹⁷. Es por esto que en los siguientes apartados dedicados a Argentina y Chile estudiaremos la incidencia conjunta del tipo de cambio nominal y los precios sobre la evolución de la competitividad de la cesta de bienes nacionales que mide el TCR.

4.2.2.1 Argentina

Como ha quedado constatado en el trabajo, Argentina ha sido protagonista de uno de los episodios de estabilización de precios más exitosos de la reciente historia económica. En 1989 el país se encontraba sumido en la hiperinflación, en un año consigue reducir la inflación anual a una cifra de dos dígitos y en 1994 nos encontramos con que la inflación interanual es inferior al 4%.

Sin embargo, este fenómeno de estabilización de precios hay que traducirlo como un aumento de precios y no como una disminución de precios a efectos de interpretación del modelo que nos ocupa. Queremos decir con esto que la reducción de la inflación ha supuesto una caída en el ritmo de crecimiento de los precios, pero que los precios no llegaron en ningún momento a registrar variaciones negativas, lo que se produjo por tanto fue una desaceleración en el crecimiento de los mismo. Es importante matizar esto dado que un aumento de los precios implica un desplazamiento hacia la derecha de la recta EE, mientras que lo contrario, una disminución de precios, motivaría el desplazamiento en sentido opuesto, hacia la izquierda. En el primero de los casos, considerando dados el tipo de cambio nominal y los precios exteriores, lo que se produce es una caída del TCR mientras que el segundo de los casos provoca un aumento del TCR. Evidentemente la caída de la inflación interna provoca que las grandes pérdidas de competitividad que sufre el sector comercial sean cada vez menores, lo que coloca al sector en una situación de progresiva “mejora”.

Tenemos por tanto que en el período de afluencias de capitales hacia Argentina existió un aumento de precios internos si bien este aumento fue progresivamente menor. Tengamos en cuenta que el período de entradas de capitales a Argentina comienza en 1991 y que en este año la inflación interanual se situaba alrededor del 84%. Esto implica, como hemos explicado, un desplazamiento de la recta EE hacia la derecha.

Por otro lado, en el período 1989-1994, se produjo un fuerte aumento del tipo de cambio de la moneda nacional¹⁸ sin embargo este aumento se produjo hasta el primer trimestre de 1991, año en el que se pone en funcionamiento el Plan de Convertibilidad, a partir de este momento el tipo de cambio permanece fijo en la

¹⁷ Tal y como pudimos ver en los gráficos 2.24 y 2.25 del apéndice gráfico del capítulo II la incidencia de los precios exteriores (en concreto los de Estados Unidos) sobre la evolución del TCR es mínima tanto para Argentina como para Chile.

¹⁸ A partir de ahora peso, a pesar de que con anterioridad al primer trimestre de 1992 la moneda nacional fuese el Austral.

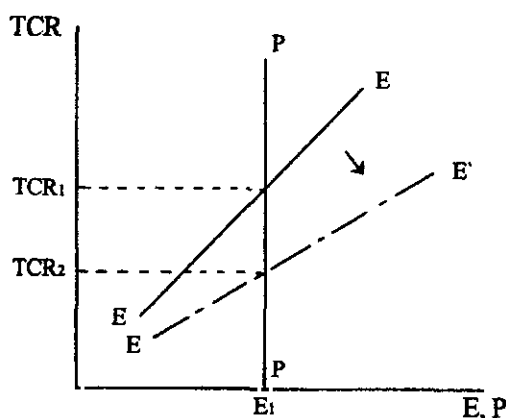
paridad establecida (un peso igual a un dólar) (véase gráfico 4.2 del apéndice gráfico que figura al final del capítulo).

Encontramos por tanto que en el período 1989-1994 aparecen dos etapas diferenciadas que vienen determinadas por la entrada en vigor del nuevo sistema cambiario. En adelante procederemos al estudio del período 1991-1994 ya que como pudimos verificar en el capítulo dedicado a los flujos de capitales, las entradas netas de capitales no pasan a ser positivas hasta 1991.

Tenemos por tanto que el tipo de cambio permanece fijo mientras que los precios aumentan, a pesar de la progresiva contención de los mismos. Traducido al diagrama de TCR esto implicará que la recta EE se desplazará hacia la derecha como consecuencia del aumento de los precios. La recta PP es completamente rígida ya que el tipo de cambio es fijo, esto se representa mediante una recta perpendicular al eje de abscisas e implica que las variaciones producidas en el TCR se van a producir únicamente como consecuencia de las variaciones en los precios, es decir, de los desplazamientos de la EE.

Como podemos ver en el gráfico 4.7 que figura a continuación la recta PP vertical permanece inmóvil mientras que la recta EE se desplaza hacia la derecha hasta EE' como consecuencia del aumento de los precios interiores. El resultado final es la caída del TCR desde su nivel inicial TCR_1 hasta alcanzar TCR_2 . Por otro lado nótese que el tipo de cambio en el que se sitúa la recta PP es el tipo de cambio E que correspondería a un peso por dólar.

Gráfico 4.7
Argentina
Tipo de cambio real

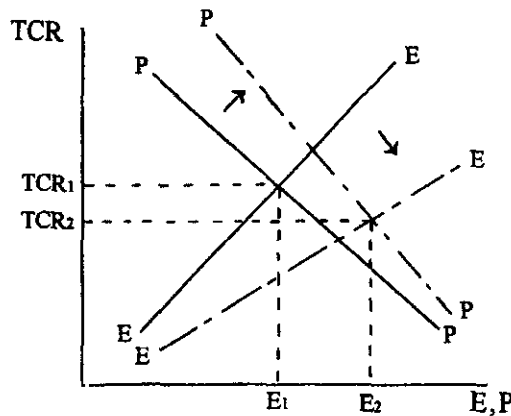


4.2.2.2 Chile

Al igual que ocurriese en Argentina, en Chile durante el período de entrada de capitales se produjo una importante reducción de la inflación, que como dijimos, no supone una caída de precios sino una estabilización de los mismos y que por tanto gráficamente se traduce en un desplazamiento a la derecha de la recta EE en el diagrama de TCR.

Por otra parte el tipo de cambio registra un aumento continuado durante todo el período de entrada de capitales. Gráficamente, en el diagrama de TCR ello implica un desplazamiento hacia la derecha de la recta PP hasta la recta PP' (ver gráfico 4.8). Por parte de la recta EE también se produce un desplazamiento hacia la derecha como consecuencia del aumento de los precios hasta que la citada recta representado por la recta EE'. El efecto de este desplazamiento provocado por un aumento de los precios y del tipo de cambio nominal provoca una alteración en el TCR que pasa de TCR₁ aun tipo de cambio real menor TCR₂. En este caso hemos supuesto que la variación en los precios es mayor que la alteración en el tipo de cambio ya que de ser de forma contraria el desplazamiento de las rectas EE y PP provocaría el efecto contrario; un aumento del tipo de cambio real¹⁹.

Gráfico 4.8
Chile
Tipo de cambio real



La evolución del TCR y del tipo de cambio nominal justifican la existencia de presiones en el piso de la *banda de flotación*. Como se ha podido comprobar la necesidad de mantener un TCR estable ha marcado una apreciación continua del tipo de cambio del *dólar acuerdo*. Mientras tanto el tipo de cambio observado con el que opera la economía mostraba signos de depreciación lo que ha generado tensiones cambiarias ya que el tipo de cambio observado tendía a salirse de los márgenes que establecía la *banda de flotación*. En un intento de las autoridades económicas de eliminar las mencionadas presiones sobre el piso de la banda se establecieron controles de capitales que limitasen la entrada de capitales exteriores y de esta forma evitar la apreciación de la moneda nacional. Finalmente las autoridades económicas ante la imposibilidad de que el tipo de cambio observado se apreciase recurrieron en varias ocasiones a la ampliación de la banda con el fin de eliminar estas presiones, lo que no hacía sino retrasar el momento en el que el tipo de cambio observado se volvía a situar en el piso de la banda.

¹⁹ Recordemos que el diagrama del tipo de cambio real refleja la igualdad $TCR = (E \cdot P^*)/P$ y que hemos considerado los precios exteriores dados, con lo que ante variaciones iguales en los precios internos y en el tipo de cambio, es decir en denominador y numerador, el tipo de cambio real permanece invariable a pesar de los desplazamientos de las rectas PP y EE.

4.3 El diagrama de la balanza de pagos

El diagrama de la balanza de pagos quedó expuesto en apartado 3.2 del capítulo III dedicado a la especificación del modelo. Como se explicó en su momento, una posición en el diagrama representa un saldo determinado de la cuenta corriente y de la cuenta financiera, esto implicará una pérdida o una acumulación de reservas dependiendo del resultado de la adición del saldo de la cuenta de capital y de la cuenta corriente.

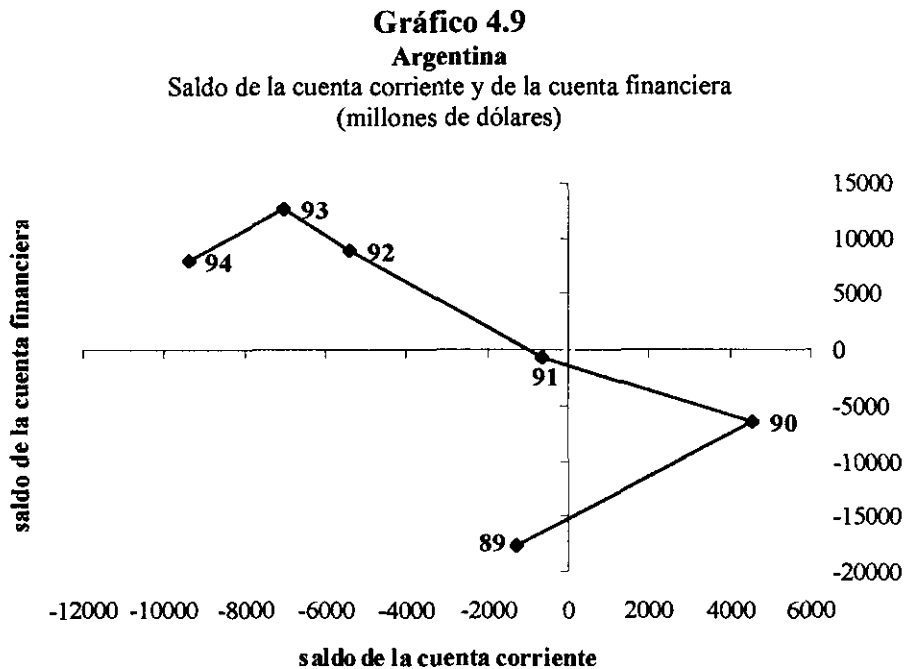
En este capítulo pasaremos a realizar dos análisis fundamentales; por un lado expondremos cual ha sido la evolución de las economías argentina y chilena durante el período 1989-1994 en el marco del diagrama de la balanza de pagos y en segundo lugar, mediante un sencillo contraste econométrico analizaremos en qué medida el diagrama de la balanza de pagos se ajusta a las economías que ocupan nuestro estudio.

4.3.1 El diagrama de balanza de pagos en el período 1989-1994

Vamos a proceder a representar en el diagrama cartesiano los saldos de la cuenta corriente y de la cuenta financiera con el fin de ver la evolución de los mismos a lo largo del período de estudio en Argentina y en Chile. Tomaremos dicha representación como punto de partida del diagrama de la balanza de pagos ya que *ambos guardan una gran relación. De hecho las posiciones que adquieren los puntos en el diagrama son las mismas en ambos diagramas y la diferencia radica en que la disposición de los ejes es distinta.*

4.3.1.1 Argentina

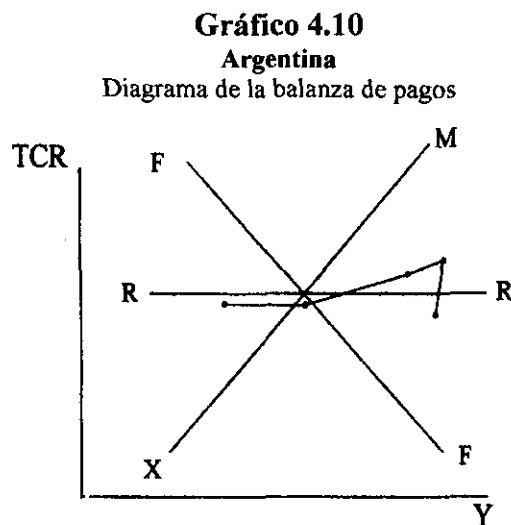
Como podemos ver en el gráfico 4.9, entre 1989 y 1994 Argentina ha deteriorado su posición en lo que se refiere a las operaciones corrientes con el exterior y ha visto aumentar de forma espectacular los flujos de capitales exteriores hacia el país. Desde el año 1990 la tendencia en este sentido es todavía mas clara si dejamos de lado el año en que Argentina estaba sumida en la hiperinflación.



Fuente: FMI.

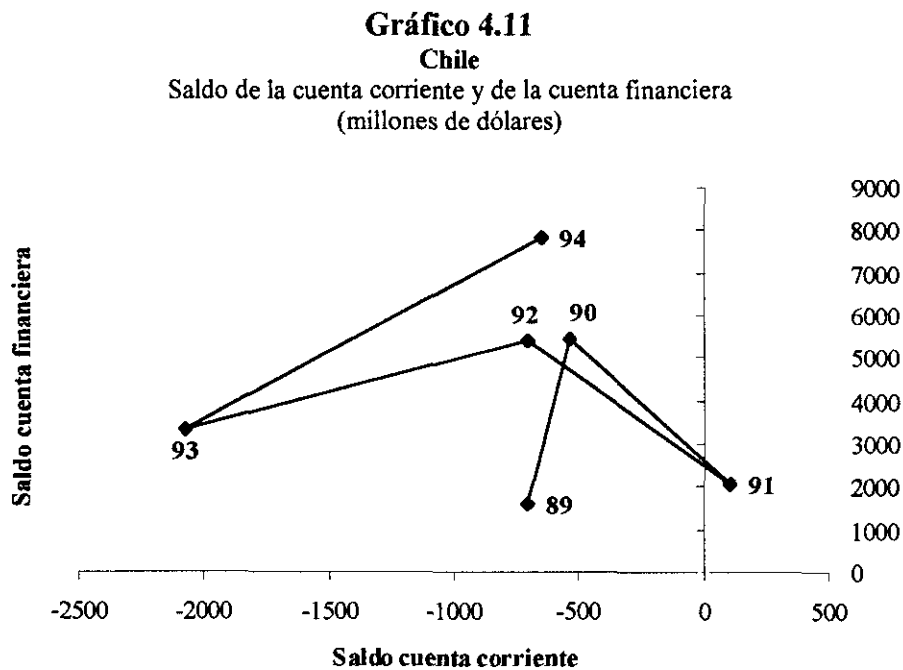
Como dijimos anteriormente la posición que ocupa la economía en el diagrama que acabamos de ver guarda una estrecha relación con el diagrama de la balanza de pagos ya que la diferencia radica en la disposición de los ejes. Recordaremos que en el diagrama de la balanza de pagos los puntos por encima y a la izquierda de la recta XM (que representa la cuenta corriente) representaban superávit mientras que los puntos por debajo y a la derecha representaban déficit. De forma análoga, los puntos por encima y a la derecha de la recta FF representaban déficit de la cuenta de capitales y bajo la FF y a la izquierda representaban déficit.

El resultado de colocar los distintos puntos en mostrados en el diagrama anterior en el diagrama de la balanza de pagos para el caso concreto de Argentina en el período 1989-1994 es el gráfico 4.10. Los puntos de izquierda a derecha representan cada uno de los años del período 1989-1994.



4.3.1.2 Chile

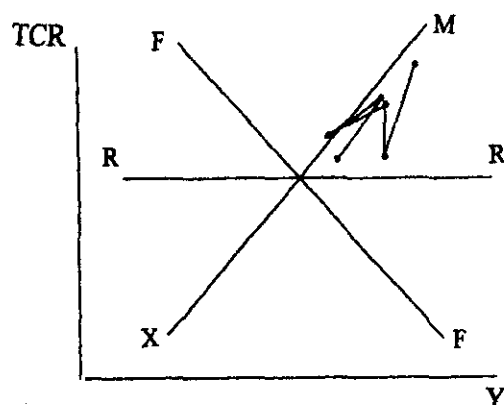
El diagrama que aparece a continuación (gráfico 4.11) representa los saldos de la cuenta corriente y de la cuenta financiera en Chile durante el período 1989-1994. Chile prácticamente no ha salido del cuadrante que representa el déficit comercial y las entradas de capitales exteriores, la única excepción es 1991. A diferencia de lo que ocurriese en Argentina no se puede decir que la cuenta corriente y la cuenta financiera de forma conjunta hayan descrito una tendencia a lo largo de los años en los que se produjeron las entradas de capitales.



Fuente: FMI.

Al igual que vimos para el caso de Argentina, los puntos representados en el diagrama anterior pueden ser llevados al diagrama de la balanza de pagos tal y como se muestra a continuación en el gráfico 4.12. El punto inferior representa 1989 y el superior el último año del período de estudio.

Gráfico 4.12
Chile
Diagrama de la balanza de pagos



4.3.2 El diagrama global

En el presente apartado se va a comparar la evolución del TCR de Argentina y Chile con las posiciones que ocupan los países en el diagrama de la balanza de pagos.

Procederemos a contrastar si el TCR ha evolucionado en virtud de las presiones externas que se generan cuando la economía se sitúa sobre o bajo la recta RR del diagrama de la balanza de pagos durante el período de las afluencias exteriores de capitales. Se tratará de determinar si tales presiones, en caso de existir, se manifestaron en la evolución del TCR y por qué razones. En caso contrario, se tratará de justificar por qué el modelo teórico no se adapta a la realidad.

4.3.2.1 El diagrama global para Argentina

Si consideramos, como estamos haciendo, al TCR como medida de competitividad de una economía, hemos de decir que desde el año en que comienzan las entradas de capitales exteriores a Argentina la competitividad del país cayó fuertemente (véase cuadro 4.1 del apartado 4.2.1.1).

Argentina durante el período 1990-1994 constituye un claro ejemplo de un país que ha liberalizado la cuenta financiera, ha visto aumentar fuertemente las entradas de capitales exteriores y al mismo tiempo ha visto disminuir sus exportaciones netas con la misma brusquedad con que ha aumentado el saldo positivo de la cuenta financiera. Este hecho es claramente apreciable en el diagrama de la balanza de pagos que figura en la parte superior derecha del gráfico 4.13 que aparece más abajo.

El camino que sigue la economía desde 1990 a 1994 está representado por la sucesión de puntos desde izquierda a derecha. Se pone de manifiesto como durante el período en cuestión se pasa de una posición de superávit de la cuenta corriente en 1990 (la economía se sitúa a la izquierda de la recta XM) a un elevado déficit por cuenta corriente en 1994 (la economía se sitúa a la derecha de la recta XM).

Por parte de la cuenta financiera cabe decir lo contrario que en el caso anterior; el camino seguido por la economía Argentina entre 1990 y 1994 implica el paso de un importante déficit (la economía se sitúa a la izquierda de la recta FF) a un elevado superávit (la economía se sitúa a la derecha de la recta FF).

Con un tipo de cambio nominal fijado “por ley” y con una inflación nacional superior a la del resto del mundo el TCR no ha podido sino caer fuertemente desde 1990. El mecanismo por el que el TCR cayó durante el período de afluencias de capitales exteriores queda reflejado en el diagrama del mercado de divisas, donde la línea vertical refleja el hecho de que el tipo de cambio nominal (E_1) permanece fijo para cualquier nivel existente de tipos de interés, y en el diagrama PP-EE, donde se puede apreciar cómo un aumento de los precios nacionales repercute directamente sobre el TCR al haber quedado fijado el tipo de cambio nominal por la autoridad monetaria.

En 1994, una vez alcanzado un nivel de inflación moderado, la caída del TCR se estancó (incluso aumentó ligeramente) y parece ser que esto repercutió en las exportaciones netas de aquél año, que si bien no aumentaron ralentizaron tremendamente su caída en comparación con la registrada durante el período. Como se podrá comprobar en el apartado dedicado al contraste econométrico del diagrama de la balanza de pagos en Argentina existió un elevado vínculo entre el TCR y el saldo por cuenta corriente en el período que nos ocupa.

La evolución de Argentina en el diagrama de la balanza de pagos desde una posición a la izquierda hasta ocupar una posición a la derecha del diagrama no ha significado, a pesar de lo que pudiera parecer, un cambio significativo en cuanto a la posición que ocupa respecto a la recta RR. Esto significa que el exceso de financiación exterior sobre las necesidades de financiación del país así como la necesidad de financiación no cubierta por ahorro interno, o en otras palabras, la pérdida o acumulación de reservas internacionales, no ha sido elevada, con lo que no se han producido tensiones significativas sobre el TCR por parte de la posición exterior.

Según esto, se está asumiendo que la acumulación o pérdida continuada de reservas ejerce presiones sobre el TCR de la economía. De permanecer el resto de las variables económicas estables lo único que modificaría las relaciones del país con el resto del mundo sería el hecho de que el país se endeudase frente al resto del mundo o que sucediese lo contrario. Téngase en cuenta que en el caso de una *caja de conversión* las presiones que ejerce la posición frente al resto del mundo sobre el TCR han de generarse vía precios ya que como hemos dicho el tipo de cambio se ha fijado al establecer una paridad fija de la moneda nacional frente al dólar.

Téngase en cuenta que cuanto más se aleje el país de la recta FF por la derecha implica una mayor entrada de capitales exteriores; en 1994 Argentina se encuentra en esta situación y al mismo tiempo se encuentra próxima a la recta RR. Una reversión de las corrientes financieras procedentes del exterior supondría que la economía se desplazaría desde el citado punto hasta situarse a la izquierda de la FF, y si al mismo tiempo consideramos que el saldo de la cuenta corriente permanece estable, este desplazamiento se realizaría de forma paralela a la recta

XM. El resultado final es que la nueva posición donde la economía se ubica dista mucho de encontrarse cerca de la recta RR, todo lo contrario, se encuentra por debajo y alejado de la misma. Esta situación implica que la elevada necesidad de financiación que ahora sufre el país (pérdida de reservas internacionales) generara en presiones sobre el TCR para que este se aprecie y la economía vuelva a la recta RR.

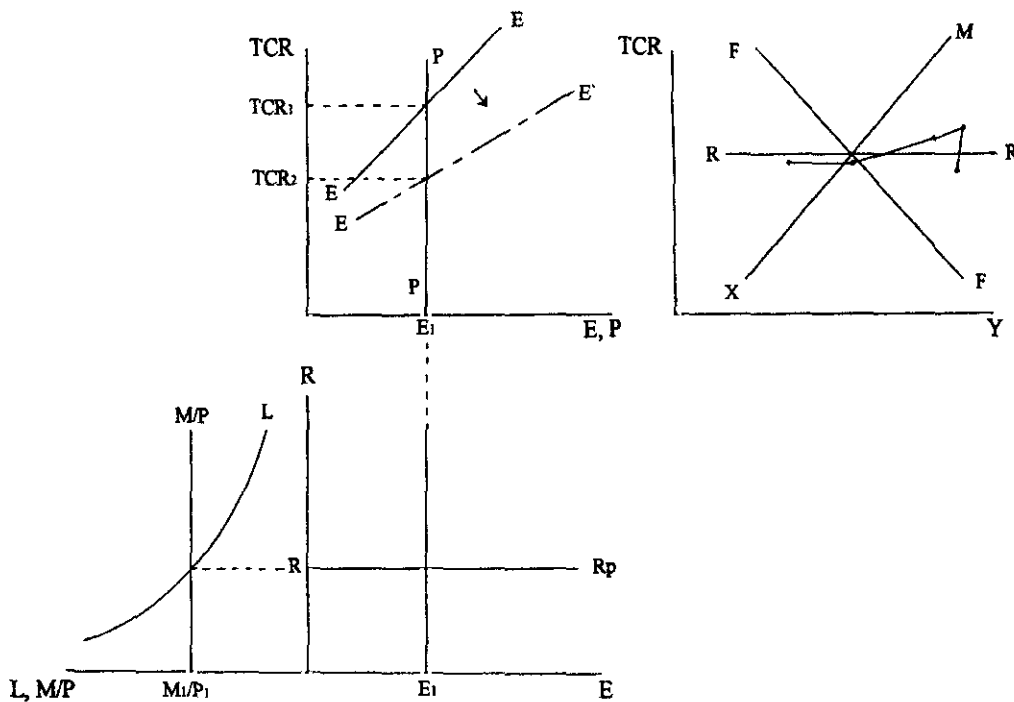
Llegados a este punto, recuperar el equilibrio de las cuentas exteriores a través de un aumento del TCR, se puede producir mediante dos vías:

- Por un nuevo aumento de los flujos de capitales exteriores.
- Por un aumento del saldo de la cuenta corriente.

La primera de las opciones por lo general no depende del país y podría ser el caso de una retorno a la normalidad de los mercados financieros que vuelven a tomar las posiciones de las que se habían retirado o también el caso de un paquete de ayuda por parte del Fondo Monetario Internacional, por citar algunos ejemplos.

La segunda de las soluciones debe tener lugar a través de un fuerte aumento de la competitividad de la producción del país, el tipo de cambio real debe apreciarse para conseguir un aumento de las exportaciones netas. Sin embargo esta segunda opción es tremendamente difícil ya que por un lado los precios muestran rigideces a la baja, sobre todo si ya se ha conseguido la estabilidad de los mismos, y la otra opción que cabe es la devaluación, naturalmente esto implica la ruptura del compromiso cambiario que mantenía el país.

Gráfico 4.13
Argentina
Modelo global; 1990-1994



4.3.2.2 El diagrama global para Chile

Al igual que Argentina, Chile durante el período de afluencias de capitales registró una caída del TCR. Sin embargo a diferencia del vecino país la pérdida de competitividad que mide el TCR fue mucho menor ya que a penas cayó 3,5 puntos frente a los 21,6 que descendió Argentina (véanse cuadros 4.1 y 4.2).

Se puede afirmar por tanto que el TCR en Chile se mantuvo bastante estable en comparación con las elevadas entradas de capitales exteriores que el país registró. Este hecho parece venir justificado por el propio funcionamiento del sistema cambiario chileno (cuya mecánica describimos en el apartado 4.2.1.2.2.2) que prima la estabilidad del TCR mediante el establecimiento de una *banda de flotación*.

En el período 1989-1994 Chile ha mantenido un déficit por cuenta corriente moderado (exceptuando 1991 dado que se produjo superávit y 1993 en el que el déficit fue más pronunciado). Gráficamente (véase gráfico 4.14 que figura a continuación) se puede apreciar cómo las posiciones donde se ubicó la economía en el período de afluencia de capitales no se separaron excesivamente de la recta XM y que a excepción de 1991 la economía se situó a la derecha de dicha recta.

Téngase en cuenta que el primero de los años de período (1989) es el que figura en la parte inferior y que el último de los años del período (1994) corresponde al que aparece situado en la parte superior.

En lo que se refiere a la cuenta financiera hay que decir que entre 1989 y 1994 se ha producido un gran aumento de los flujos de capitales exteriores hacia el país. Este aumento de las corrientes de capitales exteriores ha tenido un marcado carácter de irregularidad. Gráficamente encontramos que 1989 es el año que se sitúa más cerca de la recta FF y que el año que más se distancia de la recta FF es 1994 al ser el año en el que se producen las mayores entradas de capitales exteriores.

Chile financió los déficit por cuenta corriente con entradas de capitales exteriores que fueron cada vez mayores respecto a las necesidades de financiación de la cuenta corriente. El hecho de que los flujos de capitales extranjero sobrepasen la necesidad de financiación se refleja gráficamente en que estos años se sitúan por encima de la recta RR, es decir, se produce la acumulación de reservas internacionales durante todos estos años.

La continua acumulación de reservas internacionales según el modelo que se ha expuesto debería haber provocado presiones que tenderían a hacer disminuir el TCR que se encuentra por encima del TCR de equilibrio de las cuentas exteriores, bien vía tipo de cambio nominal (depreciación), bien vía precios (creando presiones inflacionistas) o bien a través de ambas vías a la vez.

Los precios en Chile han sido objeto de un prolongado plan de estabilización y representaban un papel prioritario de la política económica, así que si bien se produjo un aumento de los mismos durante el período 1989-1994 este aumento ha sido progresivamente menor como consecuencia del exitoso control inflacionario.

En cuanto al tipo de cambio nominal parece claro, tal como se observaba en el apartado 4.2.1.2.2 que existieron presiones a la baja sobre éste. El tipo de cambio tendió a registrar tensiones que lo situaban en el piso de la *banda de flotación*, obligando a las autoridades económicas a ampliar en dos ocasiones el margen de flotación, en concreto en junio de 1989 y en enero de 1992.

Las presiones sobre el TCR y más concretamente sobre el tipo de cambio nominal procedieron fundamentalmente de las grandes entradas de capitales exteriores por dos motivos fundamentales:

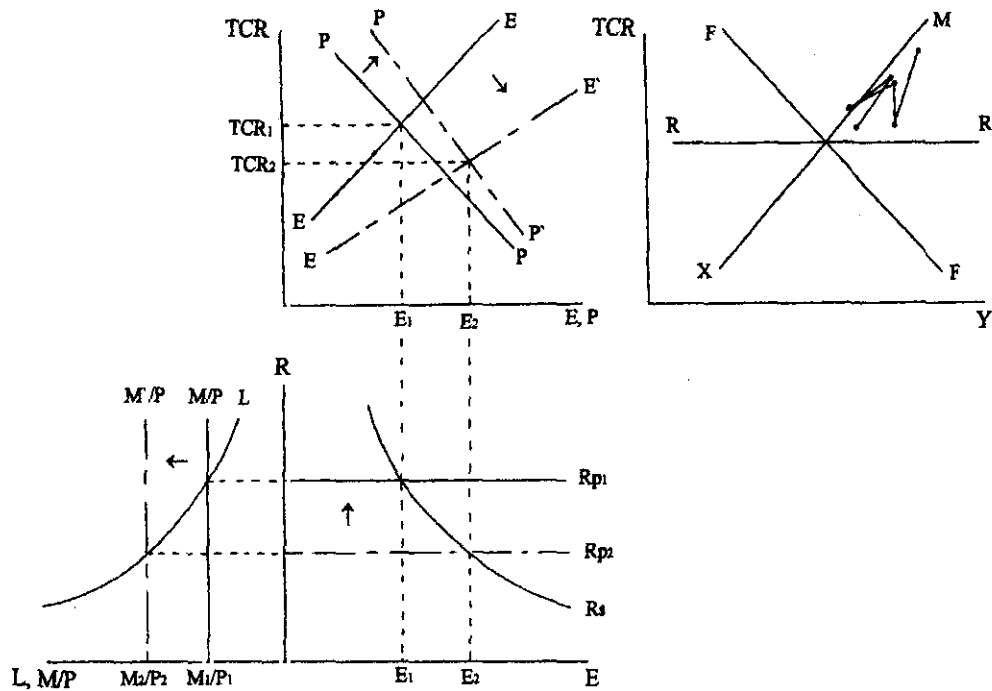
- En primer lugar porque fue la cuenta financiera la responsable de la acumulación de reservas internacionales ya que como hemos dicho la cuenta corriente se encontraba en déficit.
- En segundo lugar porque aparentemente el vínculo de la cuenta corriente y el TCR ha sido especialmente débil para Chile durante el período de entradas de capitales, tal como se expone en el apartado 4.3.3.2 dedicado a la contrastación econométrica del diagrama de la balanza de pagos para Chile.

La caída del TCR en Chile, a diferencia de lo acaecido en Argentina, fue debida a movimientos en los precios internos y en el tipo de cambio nominal. Tal como queda representado en el diagrama PP-EE que figura en el gráfico 4.14.

Como ya se ha mencionado anteriormente los puntos por encima de la recta RR indican acumulación de reservas internacionales y en virtud del modelo que venimos siguiendo esto tendería a provocar una caída del TCR. En Chile se ha producido esto ya que a pesar de que las autoridades monetarias intervinieron con el fin de mitigar los efectos distorsionadores de las entradas de capital se dio preferencia a la estabilidad de precios internos antes que a la estabilidad cambiaria (véase apartado 4.2.1.2.2.2). Téngase en cuenta, tal y como dijimos anteriormente, que la caída producida en el TCR real entre 1989 y 1994 no fue muy significativa por lo que las autoridades pudieron respetar la moderación de precios sin perjudicar, en la medida de lo posible, el compromiso cambiario.

Sin embargo, a pesar de que la economía permaneció en la parte superior de la RR durante todo el período que tratamos encontramos que en lugar de acercarse progresivamente a la citada recta, por el contrario se aleja, si bien es verdad que lo hace de forma muy irregular. Esto puede ser debido al débil vínculo que se ha encontrado entre la cuenta corriente y el TCR en Chile durante estos años. Recordemos que a nivel teórico, el mecanismo por el que el TCR volvía de forma automática hacia el equilibrio, representado por la recta RR, era a través de la cuenta corriente (véase apartado 3.2).

Gráfico 4.14
Chile
 Modelo global; 1989-1994



4.3.3 Contratación del diagrama de balanza de pagos: la evidencia empírica

En el presente apartado vamos a presentar los resultados del contraste econométrico de las múltiples relaciones que se derivan del diagrama de la balanza de pagos para Argentina y Chile. Para una mayor comodidad los datos referentes a los mismos aparecen en el apéndice de datos al final del capítulo y se hará referencia a los mismos a medida que se haga necesario.

El contraste va a tratar de verificar si se cumplen las siguientes relaciones que establece el diagrama de la balanza de pagos:

- Relación inversa entre la cuenta financiera y el tipo de cambio real
- Relación directa entre la cuenta corriente y el tipo de cambio real
- Vínculo entre el tipo de cambio real y las reservas

En concreto lo que establece el modelo es que la cuenta financiera afecta al TCR mientras que en el caso de la cuenta corriente es el TCR el que afecta a ésta. El modelo por otra parte asume que el TCR afecta al nivel de reservas internacionales. Estos van a ser los tres casos que estudiaremos para cada uno de los países. La variable dependiente será el TCR y la variable independiente el saldo de la cuenta financiera para el primero de los casos. Para el segundo contraste la variable dependiente será la cuenta corriente y el TCR es la variable

independiente, mientras que para el tercero de éstos la variable dependiente serán las reservas y la variable independiente el TCR.

Los datos que se han manejado en los distintos contrastes son datos trimestrales obtenidos de las estadísticas de balanza de pagos del Fondo Monetario Internacional. Tanto para Argentina como para Chile las cifras vienen expresadas en dólares corrientes. La metodología que utiliza el FMI para la elaboración de los datos de balanza de pagos queda recogida en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos que el FMI publicó en septiembre de 1993.

A continuación presentamos las variables que se van a manejar en la contrastación del modelo:

TCRA; tipo de cambio real de Argentina.

TCRA2; tipo de cambio real de Argentina al cuadrado.

TCRC; tipo de cambio real de Chile.

CCC; saldo de la cuenta corriente en Chile.

CCA; saldo de la cuenta corriente en Argentina.

BCA; saldo de la balanza comercial en Argentina.

BCC; saldo de la balanza comercial en Chile.

CFA; saldo de cuenta financiera en Argentina.

CFC; saldo de la cuenta financiera en Chile.

RA; reservas internacionales de Argentina.

RC; reservas internacionales de Chile.

El tipo de cambio real ha sido calculado utilizando datos precios nacionales, precios de los Estados Unidos y tipo de cambio nominal de la moneda nacional frente al dólar estadounidense.

El saldo de la cuenta corriente corresponde a las partidas de crédito de bienes, servicios, renta y transferencias corrientes. La cuenta de capital recoge las partidas de crédito menos las partidas de débito de la cuenta de capital.

La balanza comercial es la diferencia entre la exportación y la importación de bienes medidos sobre la base del "libre a bordo" (f.o.b), es decir, según el valor de los bienes situados en al frontera del importador.

La cuenta financiera corresponde a la suma neta de los saldos de la inversión directa, inversión de cartera y otras transacciones de inversión.

Las reservas internacionales comprenden las reservas totales menos oro en manos de la autoridades monetarias (bancos centrales y las juntas monetarias, fondos de estabilización de cambios y tesoros, en la medida que desempeñen funciones similares).

Las variables que analiza el modelo se han definido en niveles salvo para aquellos casos en que se ha considerado que no se trataba de una relación lineal y que quedaba mejor definida en una forma cuadrática.

El modelo lineal ha quedado definido por la siguiente forma funcional:

$$D = aI + b$$

Mientras que en el caso de una relación de tipo cuadrático el modelo ha quedado definido según la función:

$$D = aI + bI^2 + c$$

“D” representa la variable dependiente e “I” la variable independiente del modelo. Los coeficientes a estimar quedan recogidos en “a” en la forma lineal y en “a” y “b” en la forma cuadrática. “b” recoge los residuos del modelo en la forma lineal y “c” lo hace para en el caso de la existencia de una forma cuadrática.

El método de estimación que se ha elegido es del de mínimos cuadrados ordinarios ya que este método de estimación garantiza las propiedades óptimas de los estimadores. Los test realizados con “variables dummies” no han detectado la presencia de estacionalidad en las variables.

Por otro lado, si bien no se ha podido realizar el Test de Granger para descartar la presencia de endogeneidad en las variables²⁰ todo apunta que la relación entre las variables se produce tal y como se plantea en los modelos y que es la cuenta corriente se ve afectada por la evolución de la competitividad (TCR) mientras que es la cuenta financiera, a través de sus efectos sobre la evolución de los precios y/o el tipo de cambio nominal, la que afecta a la competitividad de la producción interior. Parece lógico por tanto descartar la existencia de endogeneidad, que implica la existencia de relaciones de tipo circular entre las variables de los modelos, y descartamos la posibilidad de que ésta invalide la estimación por mínimos cuadrados ordinarios (MCO) ya que de lo contrario los estimadores serían sesgados y no cumplirían las propiedades de los estimadores MCO.

²⁰ La imposibilidad de realizar el citado test deriva del hecho de que al realizarse se reduce excesivamente el número de observaciones al introducirse cuatro retardos, uno por cada trimestre, en las variables de los modelos.

4.3.3.1 Argentina

El período de estudio que hemos manejado para el estudio de las relaciones entre las distintas variables comprende los años 1990 y 1994. En el año 1990 comienzan a darse las entradas de capitales a Argentina si bien el saldo anual neto arroja una cifra negativa.

El tipo de cambio real y las reservas internacionales muestran un fuerte vínculo. El gráfico que muestra los puntos de la regresión del TCR sobre las reservas internacionales (véase regresión 1 del apéndice de regresiones) pone de manifiesto que estos puntos describen una curva de forma precisa.

Los datos de la regresión confirman la idea de la existencia de un fuerte vínculo entre estas dos variables y el hecho de que el TCR (variable TCRA en la regresión) explique la evolución de las reservas internacionales del país (representadas por la variable RA en la regresión). Dicha relación entre las variables es de carácter cuadrático y no lineal, como se puede desprender de la forma de curva que describe la representación gráfica de los puntos de la regresión, y así lo confirma la regresión una vez generada una nueva variable (TCRA2) que recoge la existencia de una relación cuadrática.

Hay que apuntar que si consideramos sólo el período que abarca desde el segundo trimestre de 1991 al último trimestre de 1994 la relación entre el tipo de cambio real y las reservas es de carácter lineal. De esta forma se aprecia un claro cambio entre el vínculo de la competitividad de la producción argentina y la acumulación de reservas internacionales a partir del establecimiento del *Plan de Convertibilidad*. A partir de dicho momento la relación entre las citadas variables pasa a ser inversa a diferencia de lo que ocurriera entre 1989 y el primer trimestre de 1991 donde se dio una relación de tipo directo entre el TCR y las reservas internacionales.

Desde 1989 hasta el segundo trimestre de 1991 las progresivas caídas de tipo de cambio real vinieron acompañadas de continuas pérdidas de reservas internacionales por parte del banco central. Sin embargo a partir del establecimiento del *Plan de Convertibilidad*, una vez alcanzada la estabilidad de precios internos y el anclaje del tipo de cambio nominal, la tendencia se invierte y las caídas del tipo de cambio real pasan a ser acompañadas por cada vez mayores aumentos de reservas internacionales.

El hecho de que se invirtiese esta tendencia parece ser debido a la confianza que desde el primer momento se otorgó al régimen cambiario de *caja de conversión*. Hasta el establecimiento del *Plan de Convertibilidad* la inexistencia de capitales exteriores hacían recaer el ajuste de las cuentas exteriores en la cuenta corriente, de esta forma la progresiva caída del tipo de cambio real que mermaba continuamente la competitividad de la producción exterior argentina provocaba el deterioro de las relaciones corrientes frente al exterior. La confianza que importa el nuevo sistema de *currency board* es el responsable del cambio de tendencia respecto a las cuentas exteriores ya que a partir de la puesta en marcha del *Plan de convertibilidad* a pesar de que el tipo de cambio real sigue disminuyendo se producen cada vez mayores aumentos de reservas internacionales como

consecuencia de las importantes entradas de capitales exteriores. Esto implica que a pesar de que la competitividad de la producción exterior sigue deteriorándose se producen cada vez mayores incrementos en el nivel de reservas internacionales. Por su parte las relaciones corrientes frente al exterior siguen deteriorándose a medida que el tipo de cambio real cae.

En cuanto al vínculo entre el tipo de cambio real y el saldo por cuenta corriente cabe decir que muestran un elevado vínculo, si bien no tan fuerte como en el caso tratado anteriormente la existencia de un R^2 y R^2 ajustado elevados así parecen confirmarlo (véase la regresión 2 en el apéndice de regresiones).

Al igual que en el caso del TCR y las reservas internacionales el vínculo entre TCR y la cuenta corriente se ajusta a una relación de carácter cuadrático por lo que reacciones del TCR provocarán reacciones crecientes en el saldo de cuenta corriente (véase la regresión 3 del apéndice).

Se confirma la idea de la existencia de una relación directa entre las dos variables tal y como asume el diagrama de balanza de pagos. Las variaciones del tipo de cambio real provocarán variaciones en el mismo sentido en el saldo de la cuenta corriente. Se confirma la idea de que para el período de estudio la XM tiene pendiente positiva en Argentina, ya que un aumento del TCR (un abaratamiento de la cesta de bienes chilena respecto a la cesta extranjera²¹) provoca una mejora del saldo comercial y por ende de la cuenta corriente.

La cuenta corriente también muestra un elevado vínculo, como reflejan los resultados de la regresión 4 del apéndice.

Un hecho importante a destacar es que la cuenta financiera se ajusta al diagrama de la balanza de pagos ya que la FF, donde se recogen las combinaciones de TCR y saldo de la cuenta financiera, tiene pendiente negativa. Al igual que en las regresiones efectuadas anteriormente la relación entre el TCR y la cuenta financiera es de carácter cuadrático y el análisis de los residuos es plenamente satisfactorio (véase la regresión 4 del apéndice).

4.3.3.2 Chile

En el caso de Chile el período que hemos considerado para el análisis econométrico comprende los años de entrada de capitales, es decir, desde 1989 hasta 1994.

El tipo de cambio real (TCR) y las reservas internacionales del banco central muestran un fuerte vínculo, tal como queda recogido en la regresión 5 del apéndice de regresiones. Tanto el R^2 como el R^2 ajustado son elevados, el contraste es significativo y los residuos son ruido blanco.

²¹ Recordemos que el TCR tal y como se utiliza en el desarrollo del trabajo queda descrito en el punto 3 del apéndice metodológico.

Por otro lado la representación gráfica de los puntos de la regresión pone de manifiesto una relación directa de tipo lineal entre TCRC (TCR) y RC (reservas internacionales) y parece ser que el TCR explica en buena medida el comportamiento de las reservas internacionales dado los altos coeficientes R^2 y R^2 ajustado.

En cuanto al TCR y el saldo de la cuenta corriente no podemos decir lo mismo que en el caso de Argentina. Los contrastes realizados apuntan claramente a la inexistencia de un vínculo directo entre estas variables. Como se puede apreciar en la representación gráfica de los puntos de la regresión éstos no describen una línea, al contrario, forman una nube de puntos en la que no se puede reconocer vínculo entre las dos variables.

Lo mismo podemos decir de la relación entre el TCR y el saldo de la balanza comercial.

Podemos encontrar una serie de razones para que esto sea así, es decir, para que la evolución del TCR no influya en los saldos de la cuenta corriente y de la balanza comercial. Lo que quiere decir esto es que las variaciones de la competitividad de la producción interior no inciden en la marcha de las relaciones corrientes con el resto del mundo.

Una de las razones por las que se puede suceder lo anteriormente dicho es el elevado aumento de la productividad que ha tenido lugar en Chile durante los noventa. El trabajo de Guerguil y Kaufman (1998) describe el elevado aumento de la productividad, que ha jugado un papel predominante en la evolución de las relaciones corrientes con el exterior. Téngase en cuenta que el TCR es una buena medida de la competitividad en la medida en que la productividad permanece constante.

Tanto el aumento del producto como la evolución del sector comercial se explica en buena medida y de forma creciente a partir de 1990 a través de la calidad del capital tanto del físico como del humano, tal como demuestra Roldos (1997) en su trabajo. Esta parece ser otra de las razones que apoyan la tesis anterior y que está directamente relacionada con el mencionado aumento de productividad en Chile a principios de los noventa.

El hecho de que la cuenta corriente ha venido explicada en buena medida por factores que no recoge el TCR, como pueda ser el aumento de la productividad parece confirmarse mediante el estudio del principio de equivalencia ricardiana. Como pudimos comprobar en apartado 2.5.2.3 del capítulo II, en el que se estudiaba el principio de equivalencia ricardiana para Argentina y Chile, en Chile el aumento del ahorro público durante el período 1989-1994 no provocó de forma clara ni un aumento ni una disminución del saldo por cuenta corriente, o lo que es lo mismo, del ahorro privado. Recordemos que esto es así porque un aumento del ahorro privado habría supuesto una reducción del déficit por cuenta corriente ya que éste déficit es inversión nacional no cubierta con ahorro interno. Este hecho viene a confirmar lo anteriormente dicho, ya que apoya la tesis de que es un aumento de la productividad producida por la mejora en los factores productivos la que ha determinado el saldo de la cuenta corriente (o la inversión privada, como

se quiera ver). Parece ser por tanto que el aumento de la productividad producido una desvinculación entre el TCR y la cuenta corriente.

Otra de las razones por las que el TCR podría no incidir de forma plena en la cuenta corriente y en la balanza comercial deriva del hecho que expone Schinasi (1994) en su trabajo. Y es que cada vez de forma más pronunciada los mercados financieros impiden que los movimientos de precios, y en particular las presiones inflacionarias, se transmitan al mercado laboral y de bienes ya que las citadas presiones se acaban concentrando en el mercado de activos. Esta puede ser una de las razones por las que las presiones inflacionistas no repercutan de forma clara en el TCR ya que los mercados de bienes y activos no actúan de la misma forma ante las presiones inflacionarias derivadas de las fuertes entradas de capitales, con lo que el TCR distorsiona su papel de medida de competitividad ya que durante los episodios de entradas de capitales no recoge plenamente las tensiones que existen sobre los precios internos de la economía. Según esto el TCR como medida de competitividad exterior variaría durante los episodios fuertes entradas de capitales, que acaban por crear presiones inflacionarias, con lo que la el vínculo entre el TCR y la cuenta corriente tiende a distorsionarse.

Sin embargo la razón que puede haber influido en mayor medida en el hecho de que el saldo de cuenta corriente, así como el saldo de la balanza comercial no muestren un vínculo claro con el TCR es la todavía alta dependencia que mantiene el país respecto a las exportaciones de cobre. Cerca del 40% de las exportaciones del país en 1994 las representa el cobre y productos derivados de éste. Este hecho hace que el país tenga una parte tan elevada de las exportaciones con una demanda fuertemente inelástica implica que el TCR pierde capacidad de explicación sobre la evolución de la balanza comercial Chilena²².

En cuanto al vínculo entre el saldo de la cuenta financiera y el TCR en Chile hay que decir que si bien es significativo la relación no tiene un carácter tan claro como en Argentina (véase regresión 8 del apéndice de regresiones). Este comportamiento insensible del TCR ante variaciones del saldo de la cuenta financiera puede ser debido en buena medida por la esterilización de los flujos de capitales exteriores, ya que se intenta eliminar el efecto alcista que un aumento de saldos reales por parte de agentes extranjeros provocaría sobre los precios internos en caso de que la autoridad económica no interviniese. Por otro lado el establecimiento de controles de capitales pretende limitar el aumento de saldos reales con lo que se distorsiona la relación entre TCR y cuenta financiera.

Calvo y Leiderman (1993) ponen de manifiesto la existencia de ciclos en el TCR en Chile, Brasil y Uruguay. Este puede ser uno de los fenómenos que igualmente incidan en el escaso vínculo que muestra la balanza de pagos con el TCR. Los citados autores atribuyen esta evolución cíclica a la propia dinámica de los flujos de capitales exteriores así como a otro tipo de shocks como la puesta en marcha de políticas internas de tipo fiscal o monetario así como a los cambios producidos en la relación de intercambio (terms of trade).

²² El trabajo de Engel y Meller "Sternal Shock and Stabilization Mechanism" describe algunos mecanismos de estabilización para los precios del cobre en Chile.

Capítulo IV
Apéndice gráfico y de regresiones

Capítulo IV Apéndice gráfico y de regresiones

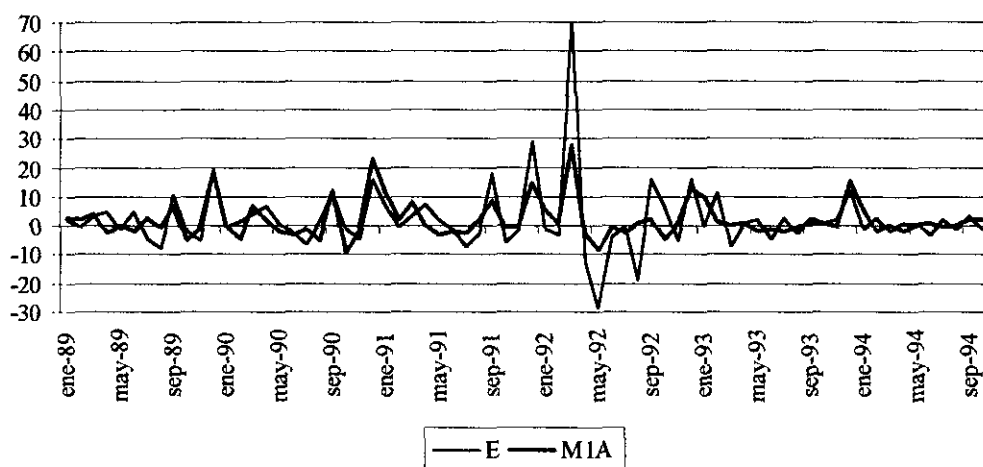
Gráficos:

Gráfico 4.1. Chile; emisión monetaria y M1. Variaciones porcentuales mensuales. Período 1989-1994. Fuente; Banco Central de Chile.....	257
Gráfico 4.2. Argentina; evolución del tipo de cambio de la moneda nacional respecto al dólar de Estados Unidos. Datos trimestrales. Período 1989-1994. Fuente; FMI	257

Regresiones:

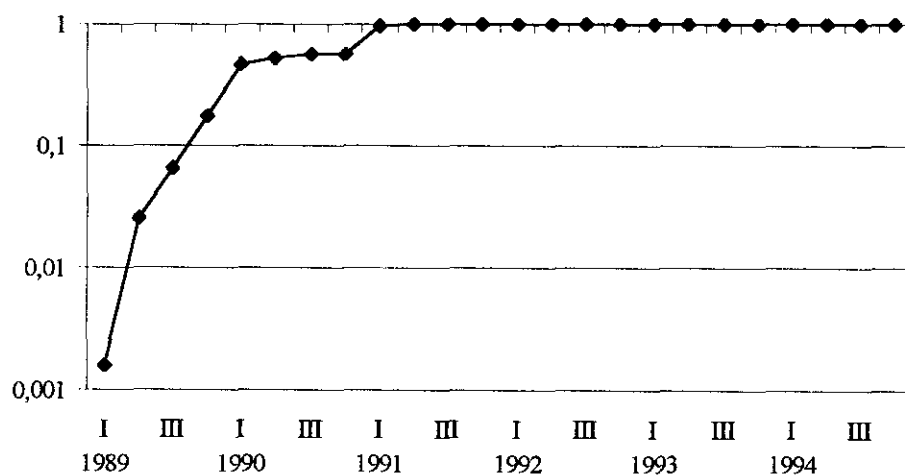
Regresión 1. Argentina 1990-1994; tipo de cambio real sobre las reservas internacionales.....	258
Regresión 2. Argentina 1990-1994; tipo de cambio real sobre la cuenta corriente	260
Regresión 3. Argentina 1990-1994; tipo de cambio real sobre la balanza comercial	262
Regresión 4. Argentina 1990-1994; cuenta financiera sobre el tipo de cambio real.....	264
Regresión 5. Chile 1989-1994; tipo de cambio real sobre las reservas internacionales.....	266
Regresión 6. Chile 1989-1994; tipo de cambio real sobre la cuenta corriente	268
Regresión 7. Chile 1989-1994; tipo de cambio real sobre la balanza comercial	269
Regresión 8. Chile 1989-1994; cuenta financiera sobre el tipo de cambio real.....	270

Gráfico 4.1
Chile
 Emisión monetaria (E) y M1
 (variaciones porcentuales mensuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 4.2
Argentina
 Evolución del tipo de cambio de la moneda nacional respecto
 al dólar de Estados Unidos¹



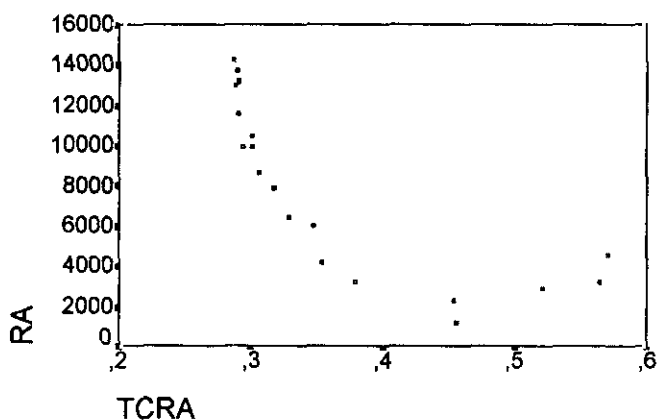
Fuente: FMI.

¹ En el primer trimestre de 1991 se sustituye el austral por el peso al cambio de 10.000 australes por un peso. El cálculo del tipo de cambio está basado realizando dicho cambio.

Regresión 1

Argentina 1990-1994; relación entre TCR y reservas internacionales.

1. Representación de los puntos.



2. Modelo

$$RA = a TCRA + b TCRA^2 + c$$

Se ha generado una la variable TCRA2 la relación ente el tipo de cambio real y las reservas internacionales se ajusta mejor a una función de carácter cuadrático que a una función lineal.

3. Resultado de la regresión.

Equation Number 1 Dependent Variable.. RA

Block Number 1. Method: Enter TCRA TCRA2

Variable(s) Entered on Step Number

- 1.. TCRA2
- 2.. TCRA

Multiple R 0,96661
 R Square 0,93434
 Adjusted R Square 0,92661
 Standard Error 1183,41655

Analysis of Variance

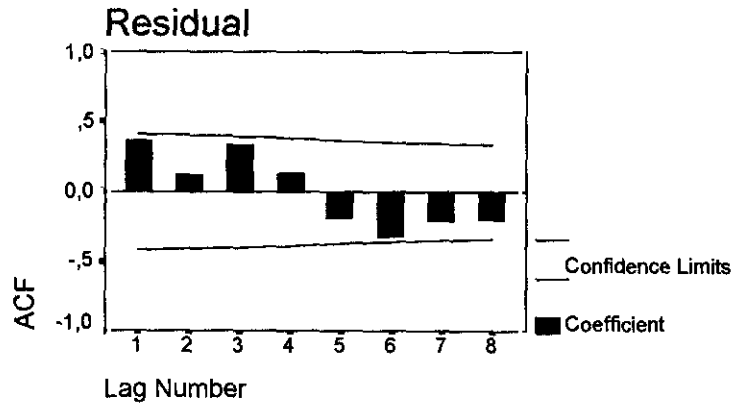
	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	2	338780570,33993	169390285,16996
Residual	17	23808070,61007	1400474,74177

F = 120,95205 Signif F = 0,0000

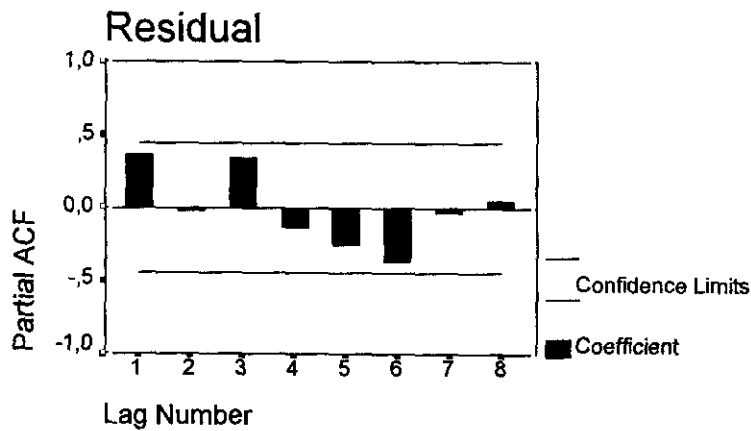
Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
TCRA	-347771,9028	34576,10373	-7,692762	-10,058	0,0000
TCRA2	373144,84174	41181,83723	6,930037	9,061	0,0000
(Constant)	81726,093420	6795,405546		12,027	0,0000

4. Análisis de los residuos.

Test de autocorrelación total (ACF)



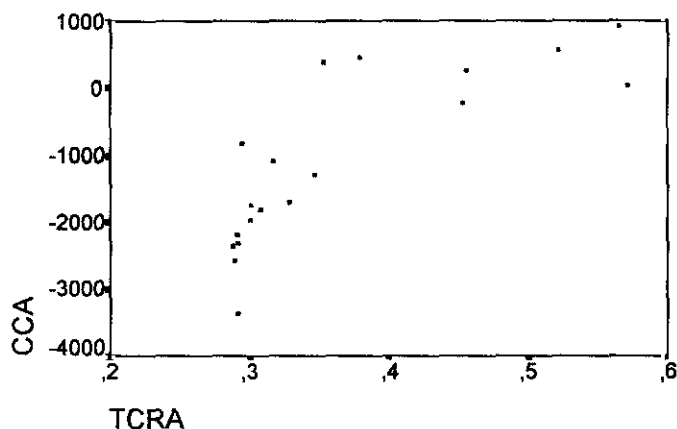
Test de autocorrelación parcial (PACF)



Regresión 2

Argentina 1990-1994; relación entre el TCR y la cuenta corriente.

1. Gráfico de las variables



2. Modelo

$$CCA = a TCRA + b TCRA^2 + c$$

Se ha generado una la variable TCRA2 la relación ente el tipo de cambio real y las reservas internacionales se ajusta mejor a una función de carácter cuadrático que a una función lineal.

3. Regresión

Equation Number 1 Dependent Variable.. CCA

Block Number 1. Method: Enter TCRA TCRA2

Variable(s) Entered on Step Number

- 1.. TCRA2
- 2.. TCRA

Multiple R 0,87787
 R Square 0,77065
 Adjusted R Square 0,74198
 Standard Error 646,30553

Analysis of Variance

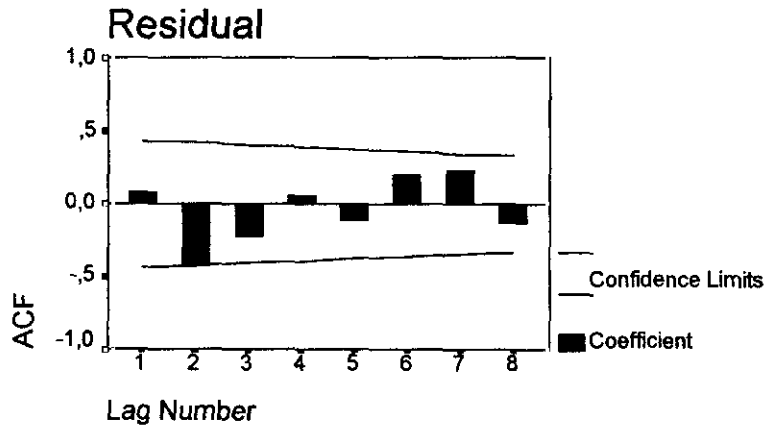
	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	2	22456991,72603	11228495,86302
Residual	16	6683373,43186	417710,83949

F = 26,88103 Signif F = 0,0000

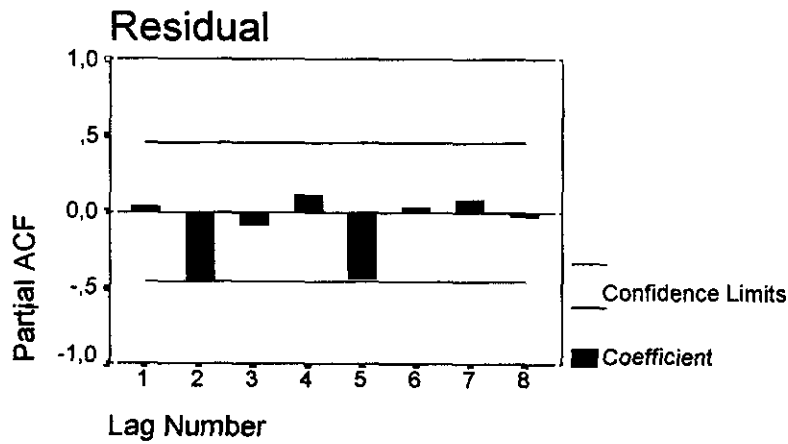
Variable	B	SE B	Beta	T	Sig	T
TCRA	67952,913492	19205,65672	5,217952	3,538	0,0027	
TCRA2	-68571,96218	22818,35905	-4,431832	-3,005	0,0084	
(Constant)	-16156,85835	3789,007363		-4,264	0,0006	

4. Análisis de los residuos

Test de autocorrelación total (ACF)²



Test de autocorrelación parcial (PACF)

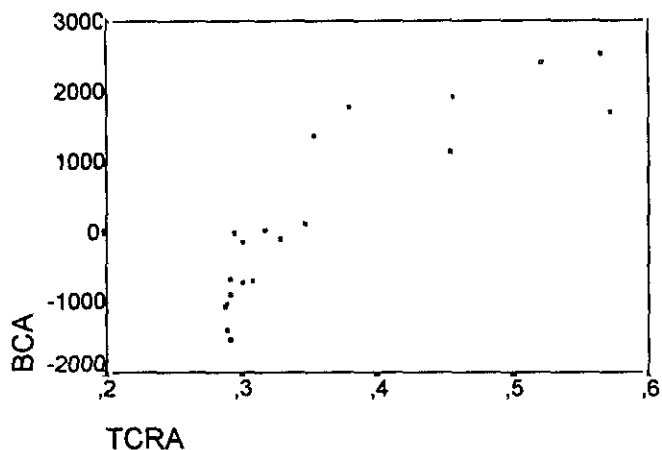


² Como se puede apreciar en el gráfico existe cierto grado de correlación en el segundo de los retardos, sin embargo esta correlación no parece significativa al encontrarse dentro de los márgenes de confianza.

Regresión 3

Argentina 1990-1994; relación entre el TCR y la balanza comercial.

1. Gráfico de las variables



2. Modelo

$$BCA = a \text{ TCRA} + b \text{ TCRA}^2 + c$$

Se ha generado una la variable TCRA2 la relación ente el tipo de cambio real y las reservas internacionales se ajusta mejor a una función de carácter cuadrático que a una función lineal.

3. Regresión

Equation Number 1 Dependent Variable.. BCA

Block Number 1. Method: Enter TCRA TCRA2

Variable(s) Entered on Step Number

- 1.. TCRA2
- 2.. TCRA

Multiple R 0,93778
 R Square 0,87942
 Adjusted R Square 0,86524
 Standard Error 483,22615

Analysis of Variance

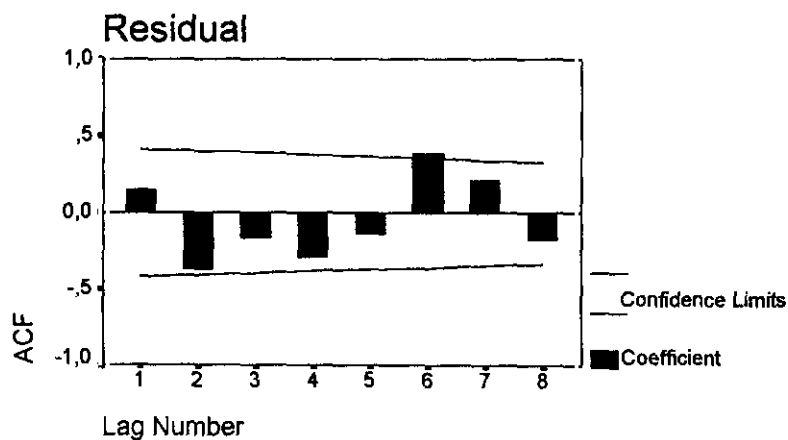
	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	2	28952571,10552	14476285,55276
Residual	17	3969627,69448	233507,51144

F = 61,99495 Signif F = 0,0000

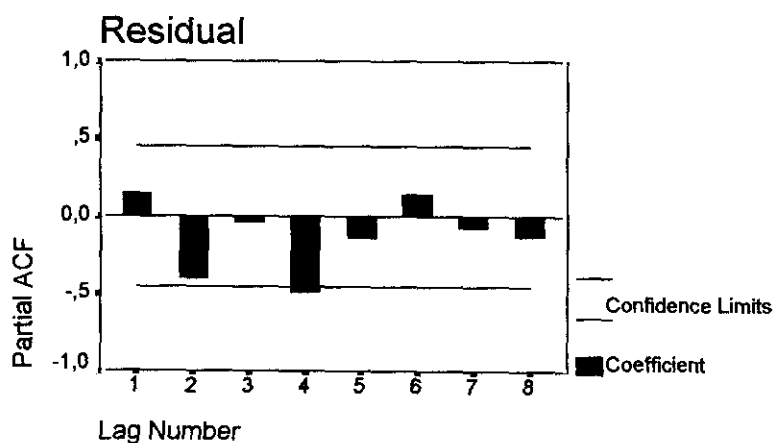
Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
TCRA	65460,399247	14118,50916	4,805395	4,636	0,0002
TCRA2	-63875,22691	16815,83763	-3,936890	-3,799	0,0014
(Constant)	-14515,63219	2774,777522		-5,231	0,0001

4. Análisis de los residuos

Test de autocorrelación total (ACF)³



Test de autocorrelación parcial (PACF)

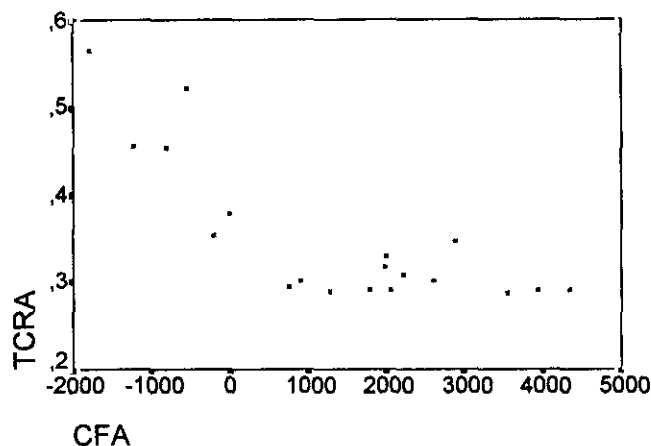


³ Parece existir un cierto grado de correlación en el sexto de los retardos, sin embargo no vamos a considerar este hecho como algo significativo ya que se produce en el sexto de los retardos y prácticamente se encuentra dentro del margen de confianza. Todo indica que los residuos no tienen una estructura y los podemos considerar ruido blanco.

Regresión 4

Argentina 1990-1994; relación entre la cuenta financiera y el TCR

1. Gráfico de las variables



2. Modelo

$$TCRA = a CFA + b CFA2 + c$$

Se ha generado una la variable CFA2 ya que se ha podido comprobar que la relación ente el tipo de cambio real y las reservas internacionales se ajusta mejor a una función de carácter cuadrático que a una función lineal.

3. Regresión

Equation Number 1 Dependent Variable.. TCRA

Block Number 1. Method: Enter CFA CFA2

Variable(s) Entered on Step Number

- 1.. CFA2
- 2.. CFA

Multiple R 0,90870
 R Square 0,82573
 Adjusted R Square 0,80395
 Standard Error 0,03779

Analysis of Variance

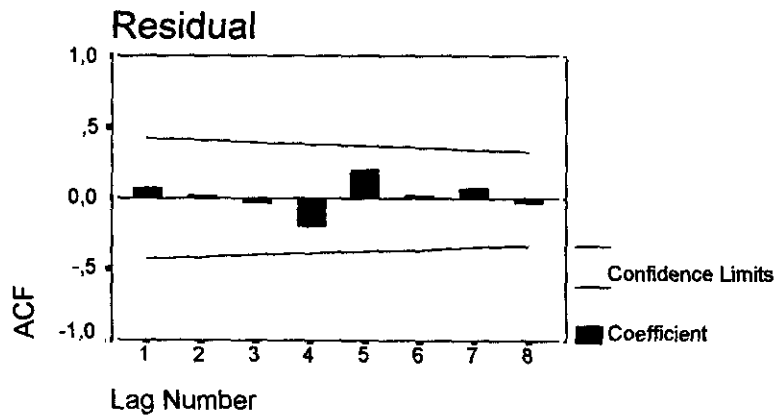
	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	2	0,10826	0,05413
Residual	16	0,02285	0,00143

F = 37,90700 Signif F = 0,0000

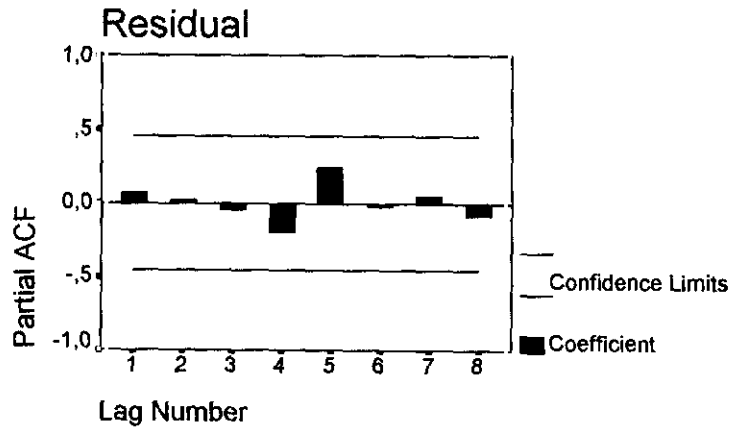
Variable	B	SE B	Beta	T Sig	T
CFA	-6,90628E-05	8,8244E-06	-1,432010	-7,826	0,0000
CFA2	1,21218E-08	2,8509E-09	0,777978	4,252	0,0006
(Constant)	0,386575	0,011704		33,030	0,0000

4. Análisis de los residuos

Test de autocorrelación total (ACF)



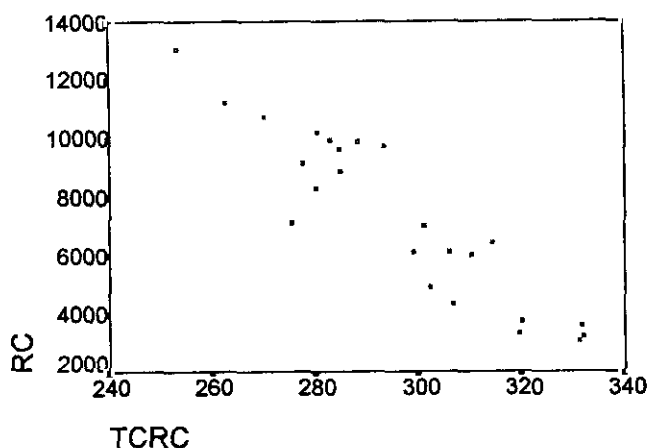
Test de autocorrelación parcial (PACF)



Regresión 5

Chile 1989-1994; relación entre el TCR y las reservas internacionales.

1. Gráfico de las variables



2. Modelo

$$RC = a \text{ TCRC} + b$$

3. Regresión

Equation Number 1 Dependent Variable.. RC

Block Number 1. Method: Enter TCRC

Variable(s) Entered on Step Number

1.. TCRC

Multiple R 0,92328
 R Square 0,85245
 Adjusted R Square 0,84574
 Standard Error 1147,95960

Analysis of Variance

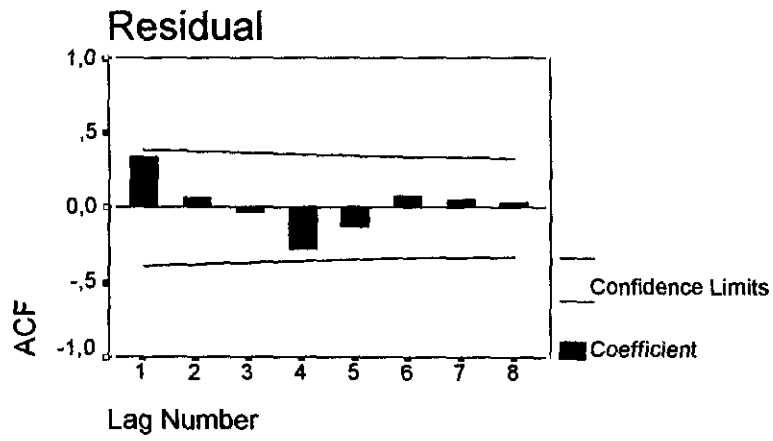
	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	167492838,03403	167492838,03403
Residual	22	28991847,56556	1317811,25298

F = 127,09926 Signif F = 0,0000

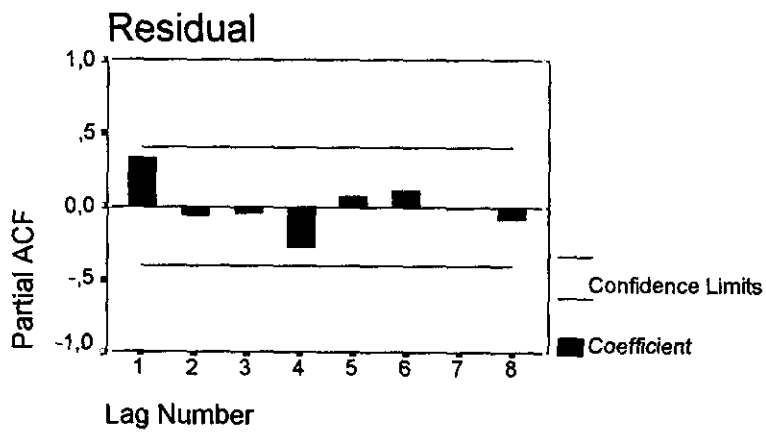
Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
TCRC	-122,597812	10,874548	-0,923281	-11,274	0,0000
(Constant)	43661,794758	3229,834313		13,518	0,0000

4. Análisis de los residuos

Test de autocorrelación total (ACF)



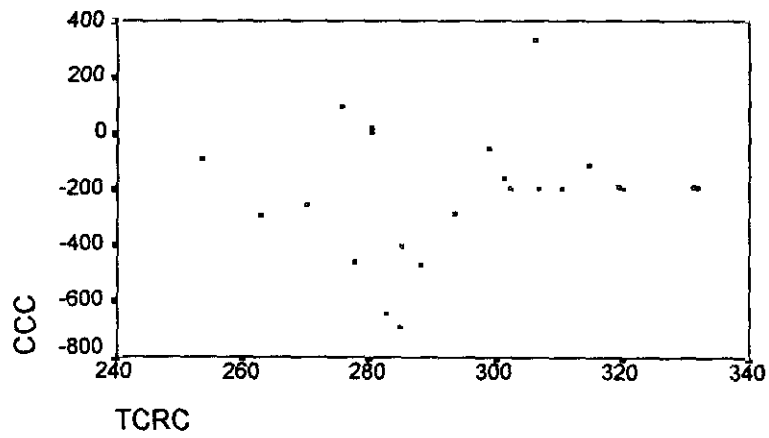
Test de autocorrelación parcial (PACF)



Regresión 6

Chile 1989-1994; relación entre el TCR y la cuenta corriente.

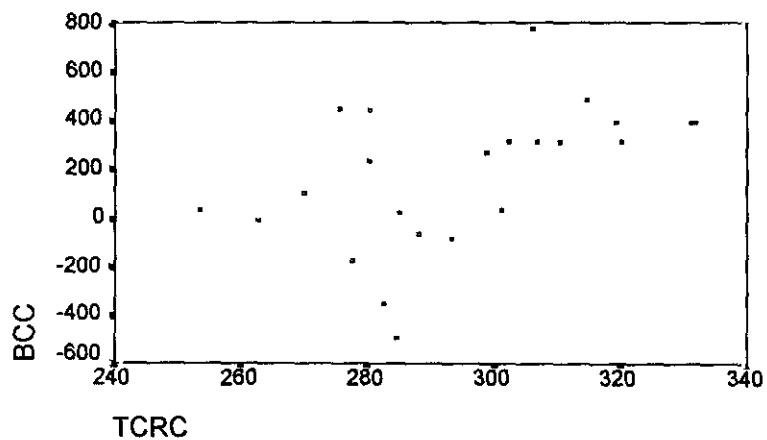
1. Gráfico de las variables



Regresión 7

Chile 1989-1994; relación entre el TCR y la balanza comercial.

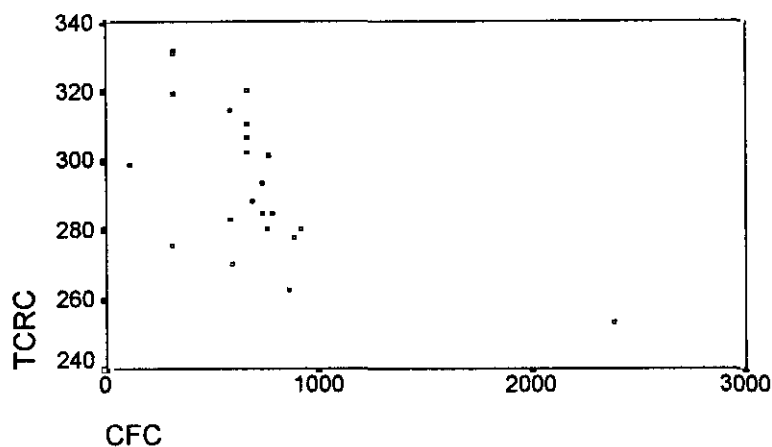
1. Gráfico de las variables



Regresión 8

Chile 1989-1994; relación entre cuenta financiera y TCR

1. Gráfico de las variables



2. Modelo

$$TCRC = a CFC + b$$

3. Regresión

Equation Number 1 Dependent Variable.. TCRC

Block Number 1. Method: Enter CFC

Variable(s) Entered on Step Number

1.. CFC

Multiple R ,61088
 R Square ,37317
 Adjusted R Square ,34332
 Standard Error 18,15374

Analysis of Variance

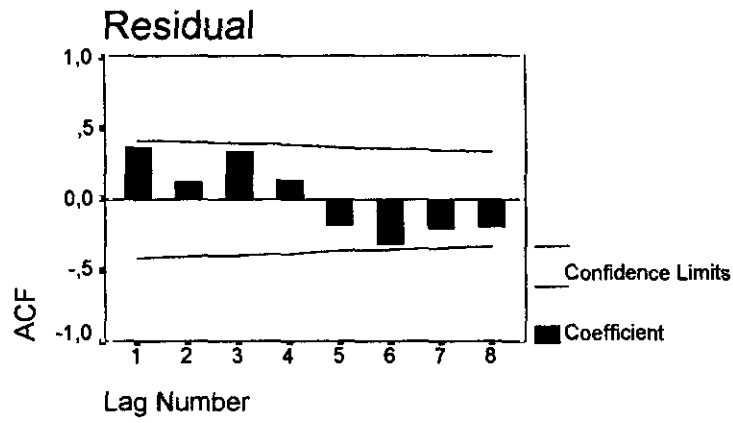
	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	1	4120,09019	4120,09019
Residual	21	6920,72626	329,55839

F = 12,50185 Signif F = 0,0020

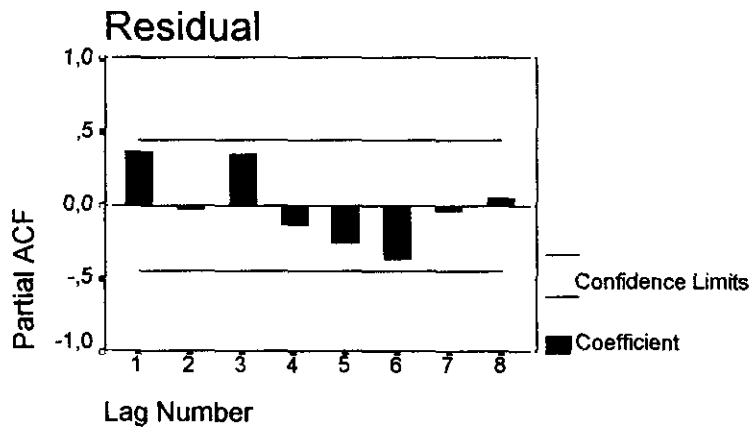
Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
CFC	-0,031788	0,008990	-0,610876	-3,536	0,0020
(Constant)	317,350573	7,176182		44,223	0,0000

4. Análisis de los residuos

Test de autocorrelación total (ACF)



Test de autocorrelación parcial (PACF)



Conclusiones

Conclusiones

Los dos países que ocupan nuestro estudio, así como el resto de las economías de la región a principios de los noventa, se encontraban sumidos en planes de estabilización, de carácter más o menos drástico, que trataban fundamentalmente normalizar los precios internos. El efecto general de tales planes de estabilización es el aumento de los tipos de interés internos como consecuencia de que la estabilización ya que ésta se realiza a través de una política de contracción monetaria. El resultado final es que por norma general las economías involucradas en este tipo de procesos tienen tipos de interés mayores a los tipos de interés internacionales.

Como se tuvo ocasión de comprobar en el capítulo II los tipos de interés internacionales, y en particular los de Estados Unidos, descendieron fuertemente a principios de los noventa provocando, entre otras cosas, un fuerte aumento de los flujos financieros que se dirigían a las economías emergentes.

Sin embargo desde el punto de vista de las economías emergentes estas fuertes entradas de capitales debían ser gestionadas ya que implicaban importantes variaciones de las principales macromagnitudes.

Como se dijo en la introducción, la tesis mantiene la idea de que con independencia de modelo de desarrollo que elija un PVD que está iniciando o ha iniciado el camino de la liberalización de la cuenta de capitales, la competitividad de la economía generada por los propios procesos internos, como puede ser el caso de planes de estabilización económica, no debe desvincularse de las necesidades de financiación para mantener las cuentas exteriores en equilibrio.

Si el vínculo entre la competitividad del país y las cuentas exteriores no existe, ha de crearse o mantenerse de forma artificial por parte de las autoridades económicas ya que la inexistencia de dicho vínculo implica la ruptura, a medio o largo plazo, del compromiso cambiario que ha adquirido el país como consecuencia de la existencia de tensiones ocasionadas por la divergencia entre las políticas internas y las externas.

Todo apunta a que la desvinculación entre la relación que mantiene un país con el resto del mundo y la competitividad de la economía es un hecho relativamente reciente y aparentemente ha venido a reforzarse con el desarrollo de los mercados financieros internacionales de estos últimos años. Las corrientes financieras y la liberalización de la cuenta de capital parecen haber truncado el automatismo de un sistema que regulaba la relación de un país con el resto del mundo a través de la competitividad de la producción interior.

El presente trabajo considera el caso de dos economías en vías de desarrollo que fueron receptoras de grandes cantidades de capitales exteriores a principios de los noventa, pero que enfrentaron dichas entradas bajo modelos de desarrollo distintos. A partir de la experiencia y del estudio de estos dos países se analizan los efectos de los flujos de capitales, el funcionamiento del TCR como medida de competitividad y el mencionado vínculo entre la competitividad de la economía (medida con el TCR) y la evolución de las relaciones de estos dos países con el resto del mundo en virtud de los compromisos cambiarios asumidos por cada uno.

El modelo analítico que se toma como base para el estudio de estos dos países se fundamenta en un sistema en el que los desequilibrios de la balanza de pagos, que reflejan la relación de un país con el resto del mundo, afectan a la competitividad de la economía de tal forma que los propios desequilibrios acaban por hacer retornar al equilibrio externo al país en cuestión.

En virtud del diagrama de la balanza de pagos, las posiciones por encima o por debajo de la recta RR implicarán tensiones sobre el TCR de la economía; por definición, bien sobre los precios, bien sobre el tipo de cambio nominal o sobre ambos. Esto es así porque en el modelo hemos asumido la existencia de un TCR de equilibrio, definido por la recta RR, que es el único punto donde no existen presiones sobre el tipo de cambio real. Según el modelo, cualquier TCR en el que opere la economía fuera del TCR de equilibrio tiende a volver de forma automática hacia el TCR de equilibrio definido por el equilibrio de las reservas internacionales (recta RR). Como hemos visto en el desarrollo del modelo, la cadena de transmisión que corrige la disparidad entre el TCR en el que opera la economía y el TCR de equilibrio es la cuenta corriente. El mencionado efecto corrector se produce si el aumento de las reservas internacionales, que provocan un aumento de la base monetaria, inciden directamente en la oferta monetaria nacional, es decir, en el caso de que no exista esterilización de los flujos de capitales exteriores.

Evidentemente tanto el sistema cambiario como las actuaciones de las autoridades monetarias pueden modificar el escenario en el que opera el modelo. En virtud de los cambios que se operen sobre los supuestos del modelo, la economía podrá operar con niveles de TCR fuera del equilibrio de forma prolongada y hacer inoperante el mecanismo regulador del mismo.

Resulta claro por tanto que el mecanismo que refleja el diagrama de la balanza de pagos no responde plenamente a la realidad, ya que ninguno de los dos países estudiados se ha encontrado en situación de equilibrio exterior durante el período en el que centramos nuestro estudio. La respuesta a esta aparente paradoja viene dada por parte de las políticas internas y del propio sistema mediante el que se fijan los términos de intercambio nominales frente al exterior, que puede hacer que la evolución del TCR actúe contra la consecución del equilibrio de balanza de pagos. Sin embargo en el transcurso del trabajo tratamos de defender que, con independencia de las circunstancias particulares de estos países, el TCR con el que opera la economía (nivel de precios y de tipo de cambio nominal determinado) no puede mantenerse indefinidamente fuera del nivel de TCR que mantiene las cuentas exteriores en equilibrio.

Los pasos seguidos por la política económica en Argentina y Chile durante estos últimos años hacen que estos dos países difieran en la forma de "romper" el modelo que hemos desarrollado. Las conclusiones que obtenemos en este apartado hacen referencia a las diferentes mecánicas que se han generado en estos países en los modelos de desarrollo elegidos y del papel que juegan las recientes entradas de capitales en la senda del crecimiento.

La evolución del TCR centra la atención de nuestro análisis y es por esto que hemos establecido un modelo base en el que es la propia competitividad de la producción nacional en el exterior la que asegura la sostenibilidad del crecimiento a medio y largo plazo. Es por esto que se ha puesto un especial énfasis en conocer hasta qué punto se ha

mantenido un TCR distinto del TCR de equilibrio, si ha sido importante esta disparidad, qué ha implicado la misma, cómo se ha podido mantener, es decir, cómo se ha financiado y cuales son los desequilibrios y riesgos potenciales que el mantenimiento de un determinado TCR ha podido generar.

Estas preguntas surgen de la concepción del modelo desarrollado en el capítulo III, ya que en el mismo, dado que el TCR tiende a volver al equilibrio, mantener un TCR por encima del nivel de equilibrio implica que éste debe ser financiado de alguna forma, con el consiguiente coste que esto origina, ya que por lo general esto se hace a través de entradas de capitales vía cuenta financiera. Esta dinámica, la de mantener un TCR fuera de su nivel de equilibrio financiado por entradas de capitales exteriores, tiene un coste, ya que se generan deudas y un alto riesgo, derivado de la reversión de los flujos de capitales exteriores¹.

Nuestro objetivo ha sido analizar en qué medida se produjo lo anteriormente expuesto en Argentina y Chile durante el período de entrada de capitales y cuál de los dos modelos de desarrollo ha generado mayores tensiones y porqué, en base a las directrices del modelo establecido en el capítulo III. Recordemos que Argentina y Chile se encontraban inmersos en procesos de estabilización de precios a principios de los noventa y que por otro lado, estos países operan bajo sistemas cambiarios distintos².

El mantenimiento de un TCR fuera del equilibrio ocasiona presiones sobre precios y/o el tipo de cambio nominal de tal forma que paulatinamente se consiguen mitigar estas presiones provenientes de la posición deudora o acreedora que se mantiene frente al exterior. Sin embargo según se ha podido constatar al abordar el estudio de Argentina y Chile cabe hacer una serie de matizaciones al respecto:

- Existen una serie de motivos por los que el mecanismo por el que este ajuste se produce puede debilitarse, tal como ha puesto de manifiesto el caso de Chile, y éstos pueden ser:
 - El hecho de que el saldo de la **cuenta corriente** se muestre inelástico ante las variaciones del TCR. Esto podido suceder por las siguientes razones:
 - Parece ser que una especial dependencia de la economía de las importaciones como el hecho de que un alto porcentaje de las exportaciones se concentren en un solo producto, han favorecido que las relaciones corrientes con el exterior tiendan a permanecer estáticas ante variaciones de precios.
 - Que la competitividad de la producción del país haya aumentado sin que esto se haya reflejado plenamente en el TCR debido a un fuerte aumento de la

¹ Téngase en cuenta que la salida repentina de flujos exteriores pueden implicar, por citar algunos ejemplos, una brusca variación del TCR, una ruptura del compromiso cambiario, el aumento de los compromisos con el exterior con la consiguiente pérdida de solvencia y agravamiento del problema de la deuda externa o la brusca alteración de las relaciones comerciales con el exterior.

² En el caso de Chile durante la totalidad del período de estudio ha mantenido el tipo de cambio en una banda de flotación y en el caso de Argentina a partir de 1991 se establece un sistema de "currency board".

productividad. Como se mencionó en el capítulo IV un aumento de la productividad mejora la posición de la economía frente al resto del mundo sin que esto se refleje directamente sobre el TCR.

- Se ha podido apreciar igualmente que la tesis inicial cabe ser matizada ya que la relación entre el TCR y el saldo de la **cuenta financiera** puede variar considerablemente. En concreto esto puede ser debido dos factores:
 - La existencia de controles de capitales parece haber generado menos presiones sobre los precios internos y por tanto en el TCR. Este hecho parece haber incidido en el tipo de inversión que se ha dirigido a estos países. Parece ser que la imposición de controles ha limitado en cierta medida la existencia de “recursos ociosos” en la economía y esto ha facilitado el control inflacionario³.
 - La esterilización de los flujos de capitales exteriores repercute en la incidencia de las entradas de capitales sobre el TCR ya que dicha medida pretende anular la presión que las corrientes de capitales extranjeros provocan sobre los precios internos. Sin embargo, finalmente, en contra de lo que se podría pensar, el efecto de dicha política sobre el TCR no es inocuo ya que su uso prolongado llega a alterar los tipos de interés y por tanto el tipo de cambio nominal, pero también es verdad que la esterilización en virtud de su uso puede variar la presión de los flujos de capitales sobre el TCR.
- Como ya se ha apuntado en el desarrollo del trabajo, las **políticas internas** juegan un papel fundamental en la consistencia o inconsistencia entre el TCR con el que opera la economía y el TCR necesario para que el sector exterior se encuentre en equilibrio. A este respecto cabe mencionar una serie de aspectos:
 - La existencia de planes de estabilización de precios limitan el margen de maniobra de las autoridades monetarias frente a los movimientos necesarios en el TCR para equilibrar las cuentas exteriores. En un entorno en el que el principal objetivo de política económica es la estabilización de los precios internos, la actuación sobre el tipo de cambio ha de hacerse sobre el tipo de cambio nominal si no se quiere ver alterado el TCR.
 - El compromiso cambiario que escoge el país; ya que en virtud del sistema cambiario del país (tipo de cambio fijo o flexible, existencia de intervención por parte del banco central o la elección de una caja de conversión) los mecanismos de interacción entre el sector exterior y las políticas interiores van a variar.

³ Esto es debido a que supuestamente los capitales que acudieron a Chile eran potencialmente más productivos que los que acudieron a Argentina. Si bien, con independencia de que estos capitales tengan un carácter productivo o especulativo la identificación de estos capitales con capital “a corto” y “a largo” plazo no tiene mucho sentido ya que hoy por hoy la mayor parte de los instrumentos financieros son liquidables en el corto plazo. Sin embargo, como se pudo comprobar en el capítulo II, en el caso de Chile sí parece ser que buena parte de los capitales que acudieron al país eran “a largo” puesto que entraban en el país a condición de permanecer en éste durante un período y bajo unas condiciones fijadas por las autoridades económicas.

- En virtud de estos dos aspectos de carácter interno la existencia de un conflicto entre los objetivos interiores y exteriores conlleva problemáticas y dinámicas de distinto tipo desde el punto de vista del TCR. Este punto se ha puesto de manifiesto en el capítulo IV al referirnos al ajuste del TCR en Argentina y en Chile.
- Por otra parte, el modelo tal como aparece diseñado no parece responder exactamente a la forma en que se comporta el TCR frente a los saldos de la balanza de pagos. Esto parece ser debido a dos motivos fundamentalmente:
 - En primer lugar el modelo supone que la relación entre TCR con la cuenta financiera y la cuenta corriente tiene elasticidad unitaria si bien en el primero de los casos es de carácter inverso y en el segundo de carácter directo; esto implica que la RR es plana y que por lo tanto existe un único nivel de TCR de equilibrio que elimina las tensiones sobre el TCR.
 - En segundo lugar, la creciente importancia de los movimientos internacionales de capital, la rapidez con la que se pueden movilizar los activos financieros y, en general, el nuevo panorama que conforman los mercados internacionales de capitales ponen de manifiesto el hecho de que la cuenta financiera reacciona de forma mucho más rápida que la cuenta corriente. Esto ha determinado que, cada vez en mayor medida, los ajustes de la cuenta corriente no basten para corregir los desajustes de balanza de pagos ya que la cuenta corriente necesita un tiempo de reacción ante variaciones del TCR mientras que la cuenta financiera puede modificarse bruscamente en el corto plazo. Lo anterior redundaría en un debilitamiento del mecanismo de corrección definido en el modelo ya que, como se explicó en su momento, el ajuste se produce vía cuenta corriente, mientras que la cuenta financiera si bien actúa sobre el TCR no viene determinada por éste.
 - En tercer lugar el modelo no refleja aquellos procesos en los que el aumento o disminución de reservas internacionales no se produce como consecuencia de la evolución de la competitividad exterior de la economía sino en base a la confianza que genera una determinada política interna. En este caso, tal como ocurrió con Argentina a raíz del establecimiento del *Plan de Convertibilidad*, las entradas de capitales exteriores se producen a pesar de que el precio relativo de la producción interna sea cada vez mayor. Esto supone el conflicto con el modelo asumido por un doble motivo; por un lado, tal como se ha mencionado anteriormente, se produce la ruptura del mecanismo de regulación del TCR y por otro lado el diferencial de tipo de interés deja de ser el determinante del saldo de la cuenta financiera ya que las entradas de capitales exteriores se producen a pesar de la declinación de los tipos de interés reales.

En un esfuerzo por sintetizar lo anteriormente dicho podemos afirmar que el problema que subyace en el tema de la tesis es el del conflicto de los intereses internos y externos del país. En la medida en que los países en vías de desarrollo deciden, con todas sus consecuencias, abrir sus economías al mundo exterior se amplía el abanico de posibilidades por las que los intereses internos y externos pueden entrar en conflicto.

Si consideramos que los movimientos del TCR explican la evolución de los términos reales en los que se relaciona un país frente al resto del mundo, hay que considerar que adquirir una posición deudora o acreedora implica modificar esos términos de intercambio⁴ respecto al resto del mundo ya que el país que se endeuda no está en las mismas condiciones para enfrentar el intercambio; parece lógico pensar que el país “se abarate” frente al resto del mundo al haber asumido deudas o “se encarezca” si por el contrario se hace acreedor del resto del mundo. El TCR no hace sino representar el valor de la producción del país frente al resto del mundo en términos reales, o lo que es lo mismo, si el país “se abarata” o “encarece” frente al resto del mundo. De esta forma resulta más evidente la idea de que la posición exterior haría aumentar o disminuir el TCR.

Esto supone que existiría un vínculo entre la capacidad de pago actual, determinada por el saldo deudor o acreedor de la balanza de pagos y la propia capacidad de la economía para seguir manteniendo dicha capacidad de pago a lo largo del tiempo. Según este argumento parece lógico pensar que la capacidad de pago actual incida en los términos con que la economía se relacionará con el resto del mundo en el futuro y por tanto en la propia capacidad de pago futura⁵.

Mientras que las políticas internas hagan tender al TCR hacia la dirección contraria que marca la consecución del equilibrio externo dicha situación deberá mantenerse de alguna forma, porque de lo contrario este conflicto no se podría sostener en el medio o largo plazo. La afluencia de grandes cantidades de capitales exteriores a los países en vías de desarrollo han posibilitado el sostenimiento de situaciones de conflicto entre los referidos intereses internos y externos, con lo que han “financiado” un TCR inconsistente con la posición exterior de estas economías ya que la existencia de tales flujos de capitales ha eliminado o al menos modificado, cuando no en algunas ocasiones invertido⁶, buena parte de las presiones externas sobre el TCR.

El problema adquiere mayores magnitudes si consideramos que esta posición que han adoptado estos países respecto al exterior en estos últimos años puede cambiar de forma brusca en el momento que exista una reversión de las corrientes de capitales exteriores. Si algo han aprendido los economistas en estos últimos años ha sido a tener en cuenta la inestabilidad de los mercados financieros.

El peligro de una reversión está latente y se acentúa en la medida en que entran en conflicto los ya mencionados intereses internos y externos. La existencia de tales conflictos puede detonar la salida de capitales de las economías que han fundamentado su estrategia exterior en el ahorro externo y sostenido el TCR; la nueva situación que

⁴ Al referirnos a los “términos de intercambio” no nos estamos refiriendo a la relación real de intercambio (RRI) sino a la posición, deudora o acreedora, que un país ocupa respecto al resto del mundo.

⁵ Y decimos que “incida” en los términos con los que la economía se relacionará con el resto del mundo porque finalmente la capacidad de pago de la economía vendrá dada también por otros factores como la evolución de la productividad o la propia capacidad de generar riqueza.

⁶ En el caso de Chile se hace patente que las entradas de capitales han situado a la economía chilena en la parte superior de la recta RR y que por tanto las presiones que genera esta posición sobre el TCR tienden a que éste disminuya, con lo que deprimen el saldo de la cuenta corriente y hacen a la economía más dependiente del ahorro externo.

la retirada de fondos exteriores puede suponer implicaría una grave crisis de magnitudes, a priori desconocidas⁷.

Según la misma dinámica, una economía podría mantenerse indefinidamente financiando un importante déficit por cuenta corriente con entradas de capitales exteriores siempre y cuando las políticas internas no modificasen el tipo de cambio real con el que opera la economía. De la misma forma también sería posible entonces que una economía aumentase su nivel de reservas internacionales indefinidamente siempre que el tipo de cambio real siguiese las tensiones que esta política de "enriquecimiento" provocase, es decir, siempre y cuando el TCR descendiese. Efectivamente esto es así, y así ocurre en la realidad, muchos son los países que acumulan o pierden reservas internacionales y sin embargo no se ven obligados a desmontar las políticas internas. Sin embargo, esta situación no puede prevalecer indefinidamente puesto que no es posible aumentar o descender el TCR indefinidamente y en algún momento entrará en conflicto con las presiones que genera la posición exterior.

Pongamos como ejemplo los dos países que han centrado el presente estudio. Chile durante el período de análisis se ha situado en una posición acreedora respecto al resto del mundo, puesto que las entradas de capitales exteriores superaron ampliamente los déficit por cuenta corriente. Este hecho provocaba tensiones para que descendiese el TCR, presiones que podían manifestarse bien en los precios, bien en el tipo de cambio o en ambos en función de la política monetaria seguida por las autoridades monetarias (esterilización o no esterilización de las corrientes exteriores). Estas presiones sobre el TCR no pudieron ser eliminadas totalmente por las autoridades monetarias y el tipo de cambio nominal se depreció situándose en el piso de la banda de flotación y obligando a éste a desviarse del objetivo de un TCR estable definido por el camino marcado por el tipo de cambio del dólar acuerdo. En Argentina la situación es distinta ya que los crecientes déficit por cuenta corriente fueron siendo financiados por capitales exteriores, la posición que mantuvo no generó presiones sobre el TCR y esto permitió que las políticas internas no entrasen en conflicto con la posición externa.

Argentina representa el caso de posiciones extremadamente vulnerables que se prolongan a lo largo del tiempo por no entrar en conflicto con las políticas internas y Chile representa el caso del país que a pesar de intentar seguir la senda de la estabilidad del TCR ve truncado su deseo por entrar en conflicto la posición exterior con las políticas internas.

En el caso de Argentina hay que decir que el sistema de *caja de conversión* ha puesto de manifiesto una nueva virtud desconocida hasta el momento en los sistemas cambiarios de este tipo. Conocida es por todos la capacidad que ha demostrado el sistema para reducir la elevada inflación existente en el país, mas habría que mencionar igualmente la capacidad de aislar a la economía de los efectos desestabilizadores de las fuertes entradas de capitales exteriores que se registraron en el país. El sistema de caja de conversión parece haber librado al país de problemas sobre los procesos de estabilización de precios que suelen verse amenazados ante las fuertes entradas de capitales exteriores. Sin embargo, tal virtud no es tanta si consideramos no sólo que el precio que ha tenido que pagar el país ha sido el del progresivo deterioro de las

⁷ Y digo desconocidas, porque si bien implicarían la ruptura del compromiso cambiario, aumento de la inflación, cambios en el TCR, caída del producto, agravamiento de problema de la deuda, etc... otro tipo de repercusiones de tipo social y político no tienen un carácter tan previsible.

operaciones corrientes sino que la economía se encuentra en una posición de alto riesgo frente a una repentina reversión de los flujos de capitales exteriores.

No hay que perder de vista el hecho de que la posición que la economía adquiere con el resto del mundo se refleja en presiones sobre el TCR, pero que estas posiciones se refieren a las transacciones que realiza la economía durante un año. Todavía no nos hemos referido al stock total (de activos y pasivos) del país, es decir, el país a nivel global, y no sólo durante ese año en concreto, puede estar seriamente endeudado, como de hecho ocurre en la gran mayoría de los países en vías de desarrollo. Este stock de deuda implica que, a pesar de que la economía se encuentre recibiendo capitales extranjeros y acumulando reservas internacionales, esta situación no tiene porqué corresponder con las necesidades reales que genera el stock de deuda acumulada de la economía. Sin embargo parece ser que son las posiciones de balanza de pagos las que generan presiones sobre el TCR mientras que el stock de deuda o derechos frente al resto del mundo tan sólo ejercen presiones sobre el TCR en la medida que se reflejan en las transacciones de la cuenta financiera, es decir, en el momento que se producen los pagos de las citadas deudas.

No obstante, a pesar de los inconvenientes que la aplicación del modelo ha mostrado, lo que parece quedar claro es que en la economía subyacen una serie de mecanismos que tienden a corregir la posición que el país mantiene con el resto del mundo. Dichos mecanismos se pueden ver alterados en virtud de las actuaciones particulares de los distintos países y pueden actuar de diversas formas en función del sistema cambiario que adopten. De la misma forma parece ser que la existencia de una economía crecientemente globalizada y las más recientes tendencias del sistema financiero internacional han debilitado el papel regulador de los mencionados mecanismos de corrección y que este papel parece venir siendo sustituido en estos últimos años por el castigo que inflige el propio mercado sobre determinados países en los que se producen divergencias entre las políticas internas y externas. Parece lógico pensar que es preferible mantener una disciplina entre las políticas internas y externas y de esta forma dejar en manos de las autoridades económicas de los distintos países la corrección y gestión de sus propios desequilibrios, teniendo en cuenta los intereses de política económica del país y los mecanismos que operan en la economía, a que sea el mercado el que se encargue de infligir un castigo, que por lo general es desproporcionado.

Bibliografia

Bibliografía

AGÉNOR, P. R. y MONTIEL, P. J. (1996) "*Development Macroeconomics*" Princeton University Press, New Jersey.

AGÉNOR, P. R. y HOFFMAISTER, A. W. (1997) "*Capital Inflows and the Real Exchange Rate: Analytical Framework and Econometric Evidence*" IMF Working Paper. WP/96/137. December 1997.

AGOSÍN, M. (1997) "Entrada de Capitales y Desempeño de la Inversión: Chile los Años Noventa" en "*Flujos de Capital e Inversión Productiva: Lecciones Para América Latina*" Ricardo Ffrench-Davis y Helmut Reisen (Compiladores). McGraw-Hill.

ANINAT, E. y LARRAÍN, C. (1996) "*Flujos de Capitales: Lecciones a partir de la Experiencia Chilena*". Revista de la CEPAL n° 60, Diciembre 1996.

ANTZOULATOS, A. (1997) "*On the Determinants and Resilience of Bond Flows to LDCs 1990-1995: evidence from Argentina, Brazil and Mexico*". Federal Reserve Bank of New York. Research Paper n° 9703. February 1997.

ARTANA, D. y NAVAJAS, F. (1995) "*Stabilization, Growth and Institutional Build-Up: An Overview of the Macroeconomics in Argentina 1991-1995*" FIEL Special Report. October 1995.

BALIÑO, T. , ENOCH, C. (y otros). (1997) "*Currency Board Arrangements: Issues and Experiences*". Occasional Paper 51. IMF. Washington DC.

BARTH, R. C. , ROE, A. y WONG, C. (coeditores) (1994) "*Coordination Stabilization and Structural Reform*". IMF. Washington DC.

BIS (1995) "*66th Annual Report; Chapter VII. Capital Flows and Financial Systems in Emerging Markets*".

BM (1994) "*Informe sobre el Desarrollo Mundial 1994, Infraestructura y Desarrollo*". Washington DC.

BOSWORTH, B. (1993) "*Saving and Investment in a Global Economy*". The Brookings Institution. Washington DC.

BRUNO, M. "Real Versus Financial Openness under Alternative Exchange Rates" en ASPE, P., DORNBUSCH, R. y OBSTFELD, M. "*Financial Volatility and the World Capital Market; The problem of Latin American Countries*". Chicago University Press. Chicago.

BUDNEVICH, C. y LE FORT, G. (1997) "*La Política Fiscal y el Ciclo Económico en Chile*". Revista de la CEPAL n° 61. Abril 1997.

CALCAGNO, A. (1996) "*El Régimen de Convertibilidad y el Sistema Bancario en la Argentina*" Revista de la CEPAL. n° 61. Abril 1996.

- CALVO, G. (1991) "The Perils of Sterilization" IMF. Staff Papers. Vol. 38. December 1991. Washington DC.
- CALVO, G., LEIDERMAN, L. y REINHART, C. (1993) "*Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America; The Role of External Factors*" IMF Staff Papers, Vol. 40, No. 1. March 1993.
- CALVO, G. y VEGH, C. (1995) "*Fighting Inflation With High Interest Rates: The Small Open Economy Under Flexible Prices*". Journal of Money, Credit and Banking, V.27., nº 1. February 1995.
- CALVO, G., LEIDERMAN, L. y REINHART, C. (1995). "Afluencias de Capital y Apreciación del Tipo de Cambio Real en América Latina" en "*Lecciones de la Crisis; los Programas de Ajuste en América Latina*". BANDA, A. y otros. Centro de Estudios Monetarios Internacionales. 1995. México DF.
- CLAESSENS, S., DOOLEY, M. y WARNER, A. (1993) "*Portfolio Investment in Developing Countries*". Discussion Paper nº 228. World Bank. Diciembre 1993. Washington DC.
- CLAVIJO, S. "*A Survey of Economic Policies and Macroeconomic Performance in Chile and Colombia, 1970-1995*" IMF. Working Paper WP/95/139. 1995. Washington DC.
- COMFORD, A. y KENGEL, J. (1996) "*Globalisation, Capital Flows and International Regulation*".
- CORBO, V. y HERNANDEZ, L. (1996) "*Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows; Lessons from Latin American and East Asian Experience*". The World Bank Bank Research Observer. Vol. 11. Nº 1. 1996. Washington DC.
- CEPAL (1995) "*Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe 1995*" LC/G. 1892-p, Santiago de Chile, diciembre. Publicación de las Naciones Unidas Nº de venta S.95.II.G.18.
- CHUAN, P. CLAESSENS, S. y MAMINGI (1993) "*Equity and Bond Flows to Latin America and Asia; The Role of External and Domestic Factors*" IMF. 1993. Washington DC.
- DANUSH, D. (1994) "*Are Private Flows to Developing Countries Sustainable?*" WB. International Economics Department. 1994. Washington DC.
- DEVLIN, R. y FRENCH-DAVIS, R. (1994) "La Crisis de Endeudamiento: Una Década de Ajuste Asimétrico", Información Comercial Española "*América Latina una Década de Ajuste y Reformas Económicas*". Septiembre 1994. Madrid.
- DEVLIN, R., FRENCH-DAVIS, R. y GRIFFITH-JONES, S. (1995) "Flujos de Capital y Desarrollo en los Noventa; Implicaciones Para las Políticas Económicas" en "*El Sistema Financiero; Globalización e Inestabilidad*". Pensamiento Iberoamericano nº 27. Enero-Junio 1995.

- DORNBUSCH, R. y FISCHER, S. (1988) "*Macroeconomía*" (cuarta edición). Editorial McGraw Hill.
- DUNNING, J. H. (1992) "*Multinational Enterprises and the Global Economy*". Reading: Addison Wesley.
- FRANKEL, J. y OKONGWU, C. (1995) "*Liberalized Portfolio Capital Flows in Emerging Markets; Sterilization, Expectations and the Incompleteness in Interest Rate Convergence*". Finance Economics, Vol. 1, 1-23. March 1995.
- FRENKEL, J., GAVIN, M., HAUSMANN, R., LEIDERMAN, L. y ROJAS-SUÁREZ, L. (1996) "*Volatile Capital Flows; Taming Their Impact on Latin America*". Publica; Inter American Development Bank. Distribuye; Johns Hopkins University Press. Editado por Ricardo Hausmann y Liliana Rojas-Suárez. Washington DC. 1996.
- FRENKEL, R., FANELLI, M. y BONVECCHI, C. (1997) "Movimientos de Capitales y Comportamiento de la Inversión en Argentina" en "*Flujos de Capital e Inversión Productiva; Lecciones para América Latina*". OCDE. Editorial McGraw Hill. Santiago de Chile. 1997.
- FFRENCH-DAVIS, R. y REISEN, H. (1997) "Los Flujos de Capital y el Desempeño de la Inversión: una Síntesis" en "*Flujos de Capital e Inversión Productiva: Lecciones Para América Latina*" FFRENCH-DAVIS, R. y REISEN, H. (Compiladores). McGraw-Hill.
- FMI (1977) "*Manual de Balanza de Pagos (Cuarta Edición)*" Fondo Monetario Internacional. Washington, D.C., 20431 EE.UU.
- GAVIN, M. y HAUSMANN, R. (1996) "*Sources of Macroeconomic Volatility in Developing Economies*". IDB. Washington DC.
- GAVIN, M., HAUSMANN, R. y LEIDERMAN, L. (1994) "The Macroeconomics of capital flows to Latin America; Experience and Policy Issues" en "*Volatile Capital Flows; Taming Their Impact in Latin America*" Edita HAUSMANN, R. y ROJAS-SUÁREZ, L. Publica; IDB. Wasihgton, D.C.
- GERCHUNOFF, P. y TORRE, J. (1996) "*La Política de Liberalización Económica en la Administración de Ménem*" Revista de Ciencias Sociales del IDES. Vol. 36, n° 143. Octubre-Diciembre 1996. Buenos Aires.
- GHOSH, A., GULDE, A. y WOLF, H. (1998) "*Currency Boards; the Ultimate Fix?*". IMF. Working Paper. WP/98/8. Washington DC. 1998.
- GHOSH, A. y OSTRY, J. "Do Capital Flows Reflect Economic Fundamentals in Developing Countries?". IMF. Working Paper. WP/93/34. April 1993. Whasignton DC.
- GIL, M. (1991) "Classification of Capital Account Transactions" en "*The IMF's Statistical System in Context of Revision of the United Nations`A System of National Accounts*" IMF. Statistics Department. Edited by GALBIS, V. Washington D.C.

- GOLDFAJN, I. y VALDÉS, R. (1997) "*Capital Flows and the Twin Crises; The Role of Liquidity*". IMF. Working Paper. WP/97/87. July 1997. Washington DC.
- GOLDSTEIN, M., MATHIESON, D. y LANE, T. (1991) "Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows" en "*Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows*". International Monetary Fund, Occasional Paper 77. March 1991. Washington D.C.
- GOLDSTEIN, M., FOLKERS-LANDAU, D., GARBER, P., ROJAS-SUÁREZ, L. y SPENCER, M. (1993) "*International Capital Markets I. Exchange Rate Management and International Capital Flows*" International Monetary Fund 1993. Washington DC.
- GRIFFITH-JONES, S. (1995) "Globalización de los Mercados Financieros y el Impacto de los Flujos hacia los Países en Desarrollo: Nuevos Desafíos para la Regulación" en "*El Sistema Financiero; Globalización e Inestabilidad*". Pensamiento Iberoamericano. Vol. 27. Enero-Junio 1995.
- GRIFFITH-JONES, S. (1996) "*How Can Currency Crises be Prevented or Better Managed?*". Working Paper. Institute of Development Studies. University of Sussex. 1996. Brighton.
- GRILLI, V., MATHIESON, D., y MILESI-FERRETTI, M. (1995) "*Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls*". FMI. Working Paper. WP/95/31. March 1995. Washington DC.
- GUERGUIL, M. y KAUFMAN, M. (1998) "*Competitiveness and the Effect of the Real Exchange Rate in Chile*". IMF. Working Paper. WP/98/58. April 1995. Washington DC.
- HAUSMAN, R., GAVIN, M. y otros (1995) "*Overcoming Volatility*". Publicación periódica "Economic and Social Progress in Latin America. 1995 Report". IDB. Johns Hopkins University Press. Washington DC. 1995.
- HOPENHAIN, B. (1995) "*Movimientos de Capital y Financiamiento Externo*" Revista de la CEPAL nº 55. Abril 1995.
- IMF (1993) "*International Capital Markets, Part II: Systemic Issues in International Finance. Capítulo VII. Recent Developments in Private Market Financing for Developing Countries*". Equipo del FMI. Dir: GOLDSTEIN, M. y FOLKERS-LANDAU, D. International Monetary Fund 1993. Washington DC.
- IMF (1994a) "*International Capital Markets. Capítulo IV. Developing Country Finance Issues*". International Monetary Fund 1994. Washington DC.
- IMF (1994b) "*International Capital Markets, Developments, Prospects and Policy Issues*". Equipo del FMI. Dir: GOLDSTEIN M. y FOLKERS-LANDAU, D. International Monetary Fund, September 1994. Washington DC.

IMF (1994c) *“World Economic Outlook; IV. The Recent Surge in Capital Flows to Developing Countries”* International Monetary Fund 1994. Washington DC.

IMF (1995) *“International capital markets: developments, prospects and policy issues”* International Monetary Fund, August 1995. Washington, D. C.

IMF (1996a) *“World Economy and Financial Survey; International Capital Markets Developments, Prospects, and Key Policy Issues”*. International Monetary Fund, September 1996. Washington DC.

IMF (1996b) *“World Economy and Financial Survey; Private Financing in Developing Countries”*. International Monetary Fund 1996. Washington DC.

IMF (1998a) *“Argentina: Recent Economic Developments”* IMF. Staff Country Report No 98/93. International Monetary Fund, April 1998. Washington DC.

IMF (1998b) *“Chile: Selected Issues”* IMF. Staff Country Report No 98/26. International Monetary Fund, April 1998. Washington DC.

KINDLEBERGER, C. (1987) *“International Capital Movements”*. University of Cambridge. Cambridge University Press 1987.

KRUGMAN, P. y OBSTFELD, M. (1994) *“Economía Internacional”*. (Segunda edición). Ed. Mc Graw Hill. Madrid.

LEE, Y. (1996) *“Implications of a Surge in Capital Inflows: Available Tools and Consequences in the Conduct of Monetary Policy”*. IMF. Working Paper. 1996. Washington DC.

LE FORT, G. (1993) *“Desarrollo Financiero y Estabilidad Macroeconómica en la Experiencia Chilena; 1975-1992”*. Reunión de Técnicos de los Bancos Centrales del Continente Americano. Banco Central de Chile. 1993. Santiago.

LE FORT, G. y BUDNEVICH, C. (1996) *“Capital Account Regulations and Macroeconomic Policy; Two Latin American Experiences”*.

LIZONDO, S. (1991) *“Foreign Direct Investment”* en *“Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows”*. IMF. Occasional Paper n° 77. March 1991. Washington DC.

MATHIESON, D. y ROJAS-SUÁREZ, L. (1993) *“Liberalization of the Capital Account; Experiences and Issues”* IMF. 1993. Washington DC.

MOGUILLANSKY, G. (1996) *“El Contexto Macroeconómico y la Inversión: América Latina a Partir de 1980”* Revista de la CEPAL n° 58. Abril 1996.

MUÑOZ, C. (1989) *“Introducción a la economía aplicada”*.

OECD (1992) *“Financing and external debt of developing countries, 1992 Survey”*.

OECD (1995) “*Financial Markets Trends n° 60*”.

OYARZUN, J. (1993) “*GATT, Neoproteccionismo y Ronda Uruguay*” Cuadernos de Relaciones Laborales, n° 2. Editorial Complutense. Madrid.

QUIRK, P., EVANS, O. y otros (1995) “*Capital Account Convertibility, Review of Experience and Implications for IMF Policies*”. IMF. Occasional Paper n° 131. October 1995. Washington DC.

REISEN, H. (1994) “The Case for Sterilized Intervention in Latin America” en “*Debt, Deficits, and Exchange Rates*”. REISEN, H. OECD 1994. Cambridge.

REISEN, H. (1996) “*Managing Volatile Capital Inflows; The Experience of the 1990s*”. Asian Development Review, Vol. 43.1. 1996.

ROJAS-SUÁREZ, L. (1991) “Risk and Capital Flight in Developing Countries” en “*Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows*”. IMF. Occasional Paper n° 77. March 1991. Washington DC.

ROJAS SUAREZ, L. y WEISTWOOD, S. (1995) “*Financial Fragilities in Latin America: the 1980's and 1990's*”. International Monetary Fund, Occasional Paper 132. October 1995. Washington DC.

ROJAS SUAREZ, L. y WEISTWOOD, S. (1996) “Achieving Stability in Latin American Financial Markets in the Presence of Volatile Capital Flows” en “*Volatile Capital Flows: Taming Their Impact in Latin America*”. IDB. Johns Hopkins University Press. 1996. Washington DC.

ROLDOS, J. (1997) “*Potential Output in Emerging Market Countries: The Case of Chile*”. IMF. Working Paper. WP/97/104. 1997. Washington DC.

SCHADLER, S., CARKOVIK, M., BENNET, A. y KAHN, R. (1993) “*Recent Experiences with Surges in Capital Inflows*”. IMF. Working Paper n° 108. December 1993. Washington DC.

SCHINASI, G. (1994) “Asset Prices, Monetary Policy, and Business Cycle”. IMF. Working Paper para “*Staff Studies for the World Economic Outlook; World Economic and Financial Survey 1993*”. Marzo 1994. Washington DC.

TAMAMES, R. y GALLEGO, S. (1994) “*Diccionario de Economía y Finanzas*” Alianza Editorial. Madrid.

THE ECONOMIST (1993) “*Guía de los Indicadores Económicos; Capítulo 10. La Balanza de Pagos*”. Ed. El Prado. Madrid.

THE ECONOMIST (1994) “*Lo Esencial en Finanzas*” The Economist Newspaper Ltd.

- UTHOFF, A. y TITELMAN, D. (1997) "La Relación Entre el Ahorro Externo y el Ahorro Nacional en Contextos de Liberalización Financiera" en *"Flujos de Capital e Inversión Productiva: Lecciones Para América Latina"* FFRENCH-DAVIS, R. y REISEN, H. (Compiladores). McGraw-Hill.
- VELASCO, A. y CABEZAS, P. (1996) *"Cómo Enfrentar las Entradas de Capital: Una Comparación Entre Chile y México"*. Colección de Estudios CIEPLAN n° 44. Diciembre 1996.
- VERA-VASSALLO, A. (1996) *"La Inversión Extranjera y el Desarrollo Competitivo en América Latina"*. Revista de la CEPAL n° 60. Páginas 129-149. Diciembre 1996.
- WILLIAMSON (1995) *"El Manejo de los Flujos de Entrada de Capitales"* Pensamiento Iberoamericano. Vol 27.
- WB(1996) *"World Debt Tables, External Finance for Developing Countries, Volume I (Analysis and summary tables)"* Washington DC.
- ZAHLER, R. (1992) *"Política Monetaria con Apertura de la Cuenta de Capitales"* Revista de la CEPAL n° 48. Diciembre 1992.
- ZAHLER, R. (1997) *"La Política Macroeconómica de Chile en los Años Noventa: La Visión del Banco Central"* CEPAL, 22 de Diciembre de 1997.
- ZAMORANO, J. (1998) *"Los Flujos de Capitales en la Unión Europea Durante 1985-1993: Causas y Consecuencias"* Documento del trabajo del Servicio de Estudios del Banco de España. Madrid.

Publicaciones periódicas

BANCO CENTRAL DE CHILE “Memoria”.

BANCO CENTRAL DE CHILE “Síntesis Estadística de Chile”.

BANCO CENTRAL DE CHILE “Boletín Mensual del Banco Central de Chile”.

BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA “Boletín Estadístico”.

CEPAL “Estudio Económico de América Latina y el Caribe”.

CEPAL “Panorama Económico de América Latina y el Caribe”.

CEPAL “Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe”.

ICE “Países del ICE; Argentina”.

ICE “Países del ICE; Chile”.

IFC “Emerging Stock Markets Factbook 1996”.

IMF “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions”.

IMF “Balance of Payments Statistics”.

IMF “Government Financial Statistics”.

IMF “International Financial Statistics”.

THE ECONOMIST “Country Profile; Argentina”.

THE ECONOMIST “Country Profile; Chile”.

THE ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT (EIU) “World Outlook”.

UNCTAD “World Investment Report”.

Apéndice I
Aspectos metodológicos

Apéndice I

Aspectos metodológicos

Puntos:

1. Las entradas y salidas de capitales sobre la base del estudio de la cuenta financiera.....	293
2. Necesidades de financiación y cuenta financiera	293
3. Definición del TCR.....	293
4. Las dos vías de modificación del TCR	294
5. La comparación de las tasas de rentabilidad en dos monedas distintas	295
6. El balance del banco central y la oferta monetaria	297
7. Los efectos de una modificación del stock de reservas internacionales sobre el TCR.....	298
8. La teoría de la paridad de intereses.....	299
9. El nivel de producto de equilibrio.....	299
10. Flujos de capitales en términos netos y brutos	300
11. ¿Expansión o contracción monetaria?.....	301
12. Apreciación real	301

1. Las entradas y salidas de capitales sobre la base del estudio de la cuenta financiera

En la cuenta financiera aparecen reflejados tres grandes tipos de inversiones, a saber, la inversión directa, la inversión en cartera y otro grupo de carácter más genérico que los anteriores, en el que se recogen otro tipo de inversiones. A su vez, estos grupos se subdividen en aquellas operaciones que suponen un pasivo o un activo para el país en cuestión. Para el caso de la inversión directa las obligaciones frente al exterior, es decir los pasivos, vienen representados por la cuenta de "Inversión extranjera en el país declarante" (ej. Inversión extranjera en Chile) y un aumento de este tipo de pasivos durante el año en cuestión se anotará con signo positivo. Este signo positivo implica una entrada de capital, y la aparición de un signo negativo implicaría lo contrario, una salida de capital. La cuenta de activo en el caso de la inversión directa viene representada por la "inversión directa en el extranjero" y representa la variación interanual de los derechos adquiridos frente al exterior como consecuencia de la inversión directa realizada por la economía declarante. De forma opuesta a lo visto en el caso de los pasivos, un aumento de estos activos respecto al año anterior se representa con signo negativo y por la misma mecánica, un signo positivo implicaría una entrada de capital. De la misma forma, en el caso de la inversión en cartera y para otros activos/pasivos de inversión un pasivo con signo positivo y un activo con signo negativo implican una entrada de capital mientras que lo contrario, un pasivo con signo negativo y un activo con signo positivo representan una salida de recursos al exterior.

En vista de lo anterior se ha procedido a agregar las salidas y entradas de capitales para cada una de las tres categorías de capitales.

El resultado, para el caso de Chile no difiere demasiado de la representación del gráfico de los pasivos, es decir, Inversión extranjera en Chile, Pasivos de inversión en cartera y Pasivos de otra inversión. Y es que esto es lo que ocurre en una economía en un período de expansión. Las disparidades surgen cuando los pasivos figuran con signo negativo y los activos con signo negativo, con lo que la adición de las distintas cuentas de distinto signo acaba por infravalorar las entradas y salidas de capitales.

2. Necesidades de financiación y cuenta financiera

Por definición, la necesidad de financiación de la economía en sus operaciones corrientes corresponde al déficit de la cuenta corriente mientras que las entradas de capitales exteriores vienen dadas por el saldo neto de la cuenta financiera. Como ya hemos dicho en repetidas ocasiones, éste saldo debe ser mayor para Chile para 1991 y 1992 tal y como parece indicar el dilatado saldo de errores y omisiones para esos años, sin embargo en el cuadro tan sólo aparece reflejado el saldo de la cuenta financiera.

3. Definición del TCR

El tipo de cambio real (TCR) del peso chileno respecto al dólar es el precio en pesos de una cesta de bienes de Estados Unidos con relación a la cesta chilena.

$$\text{TCR} = \frac{E \cdot P^*}{P}$$

Siendo:

E, el tipo de cambio. Número de unidades monetarias nacionales por una unidad de divisa.

P*, el precio de la cesta extranjera expresada en moneda extranjera.

P, el precio de la cesta nacional expresada en moneda nacional.

Por lo tanto un aumento del tipo de cambio real (apreciación del TCR o depreciación real) del peso chileno respecto al dólar estadounidense, por ejemplo, implicará la disminución del poder adquisitivo del peso chileno en Estados Unidos, ya que la cesta chilena pasa a abarataarse respecto a la norteamericana por lo que una cesta norteamericana compra más cestas nacionales. Esto implica, por otro lado una mejora en la competitividad de la producción chilena respecto a la americana ya que ésta ha pasado a encarecerse respecto a aquélla; la cesta norteamericana es más cara en términos de la cesta nacional y como dijimos la cesta americana compra un mayor número de cestas nacionales con lo que se fomentan las exportaciones y se desincentivan las importaciones. Del mismo modo, una apreciación real (depreciación del TCR) implica un empeoramiento de la competitividad exterior ante el encarecimiento de la cesta¹.

4. Las dos vías de modificación del TCR

El aumento o disminución del TCR, tal y como se define en el punto anterior, puede venir motivado por dos vías; mediante una variación del tipo de cambio nominal "E" o mediante una caída o aumento de los precios nacionales respecto de los exteriores. Como ya vimos una caída del TCR implica un encarecimiento relativo de la cesta de bienes nacionales respecto de una cesta de bienes extranjeros y tal como hemos dicho vendrá motivado por una caída del tipo de cambio nominal (encarecimiento de la moneda nacional en términos de divisa), por un aumento de los precios nacionales respecto de los bienes extranjeros, o una combinación de ambos efectos. La primera de las vías, es decir, la caída del tipo de cambio real debida a un encarecimiento de la moneda nacional, predomina en los regímenes de tipo de cambio flexible mientras que la segunda de las vías, la que opera mediante el aumento de los precios internos, se da en los regímenes de tipo de cambio fijo. En cualquier caso, estos dos mecanismos actuarán deteriorando la cuenta corriente ante fuertes entradas de capitales exteriores.

La entrada de capitales exteriores crea tensiones inflacionistas en las economías receptoras y provoca el encarecimiento de la producción interior con lo que tiende a reducir el TCR de forma que, manteniendo al margen el efecto del tipo de cambio

¹ Ver Krugman y Obstfeld (1994) páginas 462 y 463 y Dornbusch y Fischer (1988) páginas 202 y 203.

nominal y los precios exteriores, la producción interior es menos competitiva y se deteriora la cuenta corriente.

Sin embargo el efecto de las entradas y salidas de capitales sobre el tipo de cambio nominal no es tan claro como el efecto que provocan sobre los precios internos, ya que este efecto final sobre el precio de la moneda nacional expresado en términos de divisa dependerá del régimen cambiario. Tengamos en cuenta que si el régimen cambiario implica un tipo de cambio fijo el efecto de los precios internos será el que determine la evolución del TCR y por tanto de la competitividad de la producción interna. Por el contrario frente a un tipo de cambio flexible el comportamiento del tipo de cambio nominal ante las entradas de capitales exteriores dependerá de la actuación de la autoridad económica, ya que si ésta decide esterilizar las entradas de capitales el tipo de cambio tenderá a ser estable, mientras que si la autoridad monetaria sigue una política acomodaticia permitiendo que la oferta monetaria real aumente, el tipo de cambio nominal aumentará (*depreciándose la moneda nacional*) y la evolución del TCR dependerá de cual de los dos efectos (tipo de cambio nominal o precio) de carácter opuesto sobre el TCR, prevalece. Es por este motivo que en el análisis del diagrama de la balanza de pagos no introducimos a priori el efecto del tipo de cambio nominal sobre la competitividad de la producción nacional.

De igual manera un aumento del TCR implica un abaratamiento relativo de la cesta de bienes nacionales y puede venir motivado por un aumento de “E”, una caída de P (respecto a P*), o una combinación de ambos motivos. Lo expuesto anteriormente para las entradas de capitales opera de forma inversa para las salidas de capitales tal y como se expone en el ajuste del diagrama de la balanza de pagos.

5. La comparación de las tasas de rentabilidad en dos monedas distintas

La tasa de rentabilidad en términos de moneda nacional² de los depósitos en divisa es, aproximadamente, el tipo de interés de la divisa más la tasa de depreciación de la moneda nacional respecto a la divisa. Por esto, para calcular la rentabilidad en términos de moneda nacional de un depósito denominado en divisa será necesario sumar al tipo de interés de esta divisa la tasa a la cual se incrementa el precio de la divisa expresada en moneda nacional.

Lo anterior se calcularía de acuerdo con la siguiente expresión:

Tasa de rentabilidad (en moneda nacional) de los depósitos en divisa =

$$R_{d(mn)} = R_{d(d)} + \frac{E^*_{mn/d} - E_{mn/d}}{E_{mn/d}}$$

Mientras que la tasa de rentabilidad (en divisa) de los depósitos en moneda nacional =

² La comparación la realizaremos entre un activo exterior genérico denominado “divisa” y moneda nacional.

$$R_{mn(d)} = R_{mn} + \frac{E^*_{d/mn} - E_{d/mn}}{E_{d/mn}}$$

Siendo:

$R_{mn(mn)}$ y $R_{d(d)}$; la rentabilidad expresada en la propia moneda del depósito, respectivamente en moneda nacional y en divisa.

$R_{mn(d)}$; la rentabilidad de un depósito en moneda nacional expresada en divisa.

$R_{d(mn)}$; la rentabilidad de un depósito en divisa expresada en moneda nacional.

$E_{d/mn}$; el tipo de cambio nominal divisa/moneda nacional, es decir, el número de unidades de divisa por una unidad de moneda nacional.

$E_{mn/d}$; el tipo de cambio nominal moneda nacional/divisa, es decir, el número de unidades de moneda nacional por una unidad de divisa.

$E^*_{d/mn}$; el tipo de cambio $E_{d/mn}$ esperado.

$E^*_{mn/d}$; el tipo de cambio $E_{mn/d}$ esperado.

Con lo que la diferencia de tasa de rentabilidad entre los depósitos en moneda nacional y en divisa, expresada en moneda nacional vendría a ser:

$$R_{mn} - R_{d(mn)} = R_{mn} - \left[R_d + \frac{E^*_{mn/d} - E_{mn/d}}{E_{mn/d}} \right]$$

Y el diferencial de rentabilidad entre los depósitos en divisa y en moneda nacional, expresados en divisa:

$$R_d - R_{mn(d)} = R_d - \left[R_{mn} + \frac{E^*_{d/mn} - E_{d/mn}}{E_{d/mn}} \right]$$

En nuestro caso el análisis se realiza *expost* y no *exante*, con lo que podemos prescindir de la variable "tipo de cambio esperado" y centrarnos en la evolución del tipo de cambio. En las fórmulas al hablar de R_d y R_{mn} nos estaríamos refiriendo a tipos de interés reales.

Veamos lo expuesto mediante un pequeño ejemplo:

El tipo de cambio dólar/peso es de 0,0025 (o lo que es lo mismo, un dólar compra cuatrocientos dólares), el tipo de cambio dólar peso esperado para el año que viene es de 0,003 dólares por peso, es decir se espera una depreciación del dólar respecto al peso. Esta depreciación del dólar respecto al peso es de $(0,003 - 0,0025) / 0,0025 = 0,2$ es decir, la depreciación esperada del dólar respecto al peso es del 20% anual. Si tenemos que la rentabilidad anual (real) del un depósito en pesos es del 10%, a esta rentabilidad

habrá que añadirle una rentabilidad suplementaria del 20% si la expresamos en dólares ya que una vez realizada la inversión y convertirla a dólares los pesos compran más dólares que hace un año debido a la depreciación del dólar respecto al peso. En concreto la rentabilidad expresada en dólares del depósito en dólares habría ascendido hasta el 30% (el 10% de rentabilidad del depósito y el 20% de rentabilidad suplementaria). El caso contrario sería que el dólar se apreciase respecto al peso con lo que la rentabilidad en dólares del depósito en pesos se vería erosionada con la apreciación del dólar respecto al peso³.

6. El balance del banco central y la oferta monetaria

Las variaciones de los activos del banco central generan de forma directa una variación de la oferta monetaria debido al hecho de que cuando un banco central compra un activo a los particulares, independiente de que el pago se realice en efectivo o con cheque, aumenta la oferta monetaria ya que aumenta el efectivo en manos del público o los depósitos de la banca privada en el banco central respectivamente.

En el caso de que se produzca la venta de activos del banco central al sector privado el efecto será el contrario, descendiendo de forma directa la oferta monetaria. Esta acción, cuando se encamina a la regulación de la oferta monetaria nacional es lo que se denomina esterilización.

El balance del banco central siempre está en equilibrio, un movimiento en un sentido en la parte de los pasivos conlleva un movimiento del mismo signo en el lado de los pasivos y viceversa.

Balance del Banco Central (BC)

Activo	Pasivo
Activos externos	Depósitos de la banca privada en el BC
Activos internos	Efectivo en circulación

Esto implica que un aumento en los activos internos o en los externos implica un aumento de los depósitos de la banca privada en el BC y/o del efectivo en circulación.

La esterilización de entradas de capitales se realiza con el objetivo de que las entradas de flujos exteriores no modifiquen la oferta monetaria nacional, esto se consigue compensando los aumentos de activos exteriores con disminuciones de activos interiores, con lo que los pasivos del banco central y la oferta monetaria, permanecen inalterados.

³ No estamos contando con los efectos de la inflación ya que tomamos tipos de interés reales, pero si trabajásemos con rentabilidades nominales habría que descontar igualmente la inflación de ambos países.

7. Los efectos de una modificación del stock de reservas internacionales sobre el TCR

Para clarificar el tema separaremos los distintos mecanismos de transmisión en función de la variable del TCR sobre la que actúa; tipo de cambio nominal y precios internos⁴.

El primero de estos efectos, es decir, el efecto que una variación de las reservas provoca sobre el tipo de cambio nominal lo vamos a considerar de carácter directo, ya que un aumento de las reservas internacionales provocará un aumento de la oferta monetaria nacional y por ende un aumento del tipo de cambio nominal, mientras que un descenso de las reservas internacionales provocará la caída del tipo de cambio nominal⁵.

Por otro lado la relación entre la variación de reservas y los precios también tiene carácter directo, ya que el aumento de oferta monetaria que trae consigo la acumulación de reservas por parte del banco central y en ausencia de esterilización va a provocar un aumento generalizado de los precios.

Tal y como podemos ver en ambos casos, en el de los precios y en el del tipo de cambio nominal, el efecto de la variación de las reservas internacionales es de carácter directo, pero al haber definido el tipo de cambio real como $\frac{E \cdot P^*}{P}$ el efecto de tal variación,

manteniendo fijos los precios extranjeros (P^*), es indeterminado⁶.

Pero, tal y como hemos mencionado en el desarrollo del capítulo III, en la realidad el efecto de un aumento de las reservas internacionales sobre el tipo de cambio nominal vía mercado cambiario va a ser indeterminado ya que el banco central se limita a aumentar sus activos exteriores y de este modo aumentan en su pasivo bien los depósitos de la banca privada en el banco central (si la generación de tales activos se realiza mediante el pago de cheques) o bien el efectivo en manos del público (si la contraparte es moneda nacional), con lo que las presiones en el mercado cambiario dependerán por ejemplo de la forma en que se financien los desequilibrios entre el banco central nacional y los bancos centrales extranjeros. En principio, el efecto sobre el tipo de cambio nominal de un aumento de las reservas internacionales por la vía del *mercado monetario* se podría considerar como neutro ya que aumentaría el stock de divisa en la misma medida que el de moneda nacional.

⁴ Dada la definición de TCR (punto 3 del apéndice metodológico) y considerando los precios exteriores como dados, las dos posibles vías de modificación del TCR serán los precios nacionales y el tipo de cambio nominal.

⁵ El mecanismo queda explicado de forma pormenorizada en el capítulo III "Especificación del Modelo".

⁶ Esto es así siempre y cuando supongamos que un aumento de la oferta monetaria se va a traducir en un aumento de los precios, es decir, que la oferta monetaria inicial y final va a ser la misma. Si el público considera que un aumento de la oferta monetaria tiene carácter transitorio y no se traduce en aumentos generalizados de precios la variación de las reservas internacionales (R) no tendrá un efecto indeterminado sino que un aumento de R aumentará el TCR y una caída de R provocará un descenso del TCR.

8. La teoría de la paridad de intereses

El cumplimiento de dicha teoría implica que sólo cuando se igualan todas las tasas de rentabilidad (paridad de intereses) existirá equilibrio en el mercado de divisas, es decir la oferta y demanda de depósitos nacionales y extranjeros (la oferta y demanda de moneda nacional y “divisa”) se igualarán, y esto tan sólo se producirá cuando todos los depósitos de moneda nacional y divisas (los tipos de interés de la moneda nacional y “divisa”) se igualen⁷, es decir, cuando con independencia de su denominación ofrezcan la misma rentabilidad.

Esto implica que una depreciación de una moneda que no afecte a las expectativas de tipo de cambio ni al tipo de interés no altera la rentabilidad esperada de un depósito en divisas, si bien aumenta el coste del depósito en moneda nacional. Esto hace que disminuya el atractivo por mantener los depósitos en divisas, ya que si la rentabilidad de este depósito permanece constante y se deprecia la moneda nacional, se preferirá mantener depósitos en moneda nacional ya que se ha incrementado el coste de trasladar depósitos a divisa (debido a la depreciación de la moneda nacional) y la rentabilidad de la divisa no ofrece una compensación a este coste, ya que su rentabilidad no ha aumentado⁸.

9. El nivel de producto de equilibrio

El producto de equilibrio es aquel nivel de producto que es compatible con el equilibrio “absoluto” de la balanza de pagos, que hemos definido como $X_n = F_n = RR = 0$. Este equilibrio, entre otras, tiene la implicación de que los capitales que generan las exportaciones han de cubrir los pagos que generan las importaciones con lo que no es necesario que exista un excedente en la cuenta financiera que cubra el desequilibrio de la cuenta corriente.

En el desarrollo del diagrama hemos tratado de encontrar un vínculo entre el nivel de producto situado por encima y por debajo de dicho nivel Y_1 de equilibrio. En un principio parece atractivo sugerir que por encima de este nivel de equilibrio la economía se encuentra en un nivel de “sobreproducción” con lo que estaríamos en disposición de justificar presiones inflacionistas generadas por una escalada de costes, tal y como ocurre en una economía que se encuentra cerca o bien sobrepasa determinada capacidad productiva⁹. Sin embargo, esto no es así, ya que en primer lugar nada hace suponer que el nivel de producto de equilibrio de una economía sea el ciertamente el nivel de producción óptimo de una economía ya que el diagrama hace referencia a la producción vinculada a la balanza de pagos y no al producto total de la economía y en segundo lugar hay que tener en cuenta que si el sobrepasar Y_1 implicase un aumento de los

⁷ El tipo de interés de una moneda será el tipo de interés de los depósitos de la moneda y la oferta y demanda de divisas, considerando dado el tipo de cambio futuro, dependerá de la rentabilidad de las mismas.

⁸ Para más información sobre la Teoría de la Paridad de Intereses ver Krugman y Obstfeld (1994) página 385.

⁹ Esto estaría ligado con la frontera de posibilidades productivas.

costes y por tanto una espiral inflacionista generada a través de un aumento de los precios de los productos transables, esto se debería justificar tanto por encima como por debajo de la línea RR y si bien sobre la línea RR el mecanismo corrector que garantiza que las posiciones por encima de esta línea vuelven a la misma (dado que los precios operan de forma contraria), bajo la RR esto no parece funcionar ya que los descensos de precios que presionan el TCR al alza se podrían ver anulados por los aumentos de precios relativos al aumento de los costes productivos con lo que aparecería un elemento distorsionador del mecanismo de corrección del TCR.

Lo que sí que parece innegable es que por encima de un punto determinado de producto se debe producir este efecto, sin embargo no se puede asumir que esta frontera de producción coincida con lo que hemos venido en llamar el nivel de producto de equilibrio.

10. Flujos de capitales en términos netos y brutos¹⁰

En términos netos, los flujos de capitales representan la contrapartida financiera de la venta de bienes y servicios a no residentes, y por lo tanto su cuantía viene representada por el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente. Su mayor o menor volumen y su evolución en el tiempo reflejarán la solvencia del país en cuestión frente al resto del mundo, es decir, su mayor o menor riqueza. Hay que considerar que este tema está directamente relacionado con el distanciamiento entre el ahorro e inversión de los países, ya que en la medida en que la economía no es capaz de general los recursos para cubrir la inversión, debe acudir al ahorro exterior. Los flujos de capitales netos suponen una transferencia intertemporal (el consumo se pospone al futuro en caso de que el exceso de ahorro interior se dirija al exterior y por el contrario el consumo se anticipa a la capacidad de ahorro de la economía si existe déficit por cuenta corriente) y por este motivo los motivos que afecten al ahorro y al consumo interno afectan a este tipo de flujos¹¹.

Los flujos de capitales en términos brutos hacen referencia a la liquidez y exposición de la economía frente al exterior puesto que reflejan el simple comercio de activos financieros entre el país y el exterior. Su cantidad durante un período dado vendría determinada por las compras brutas de activos exteriores menos las ventas en dicho período. Este tipo de flujos permite a empresas y particulares ajustar sus preferencias de financiación, carteras de activos etc... y por tanto las decisiones relacionadas con la liquidez y gestión de riesgo de los agentes económicos influirán en gran manera en este tipo de flujos¹². El estudio de estos flujos se realiza sobre la base de la estructura de la cuenta de financiera de la balanza de pagos.

¹⁰ Esta diferenciación entre capitales netos y brutos se realiza igualmente en la parte inicial del estudio de los flujos de capitales en Argentina y Chile en el capítulo II.

¹¹ Zamorano (1998) expone cómo la supresión de controles de cambios facilita ese trasvase de recursos, ahorro nacional de un país a otro, y de esta forma cada país alcanza el nivel de ahorro deseado (entendiendo que con controles de cambio se mantienen niveles de ahorro interno artificiales).

¹² En cualquier caso más adelante estudiaremos los diferentes determinantes de este tipo de flujos financieros así como su evolución. Esto se encuentra ya escrito en la primera parte del trabajo, Flujos de Capitales.

Los determinantes y efectos de unos y otros varían ya que la relación de ambos no es clara y resulta difícil cuanto menos encontrar vínculos de forma empírica de estos e incluso en la propio vínculo de ambos tipos de flujos (netos y brutos). La evidencia demuestra que pueden darse casos de elevados flujos en términos brutos con reducidos flujos en términos netos y viceversa.

11. ¿Expansión o contracción monetaria?

El estudio de la evolución de las variables monetarias no parece un instrumento lo suficientemente preciso para concluir qué tipo de política monetaria ha practicado un país determinado.

El primero de los matices que cabe comentar es realizar el estudio de las citadas variables en términos reales, de tal forma que la evolución de la inflación no enturbie el análisis de dichos agregados monetarios. Tengamos en cuenta que una misma cantidad nominal de dinero se vincula a una cantidad determinada de producto a unos precios dados, pero que a mayores precios de tal producto la cantidad real de dinero ha disminuido mientras que la cantidad nominal ha permanecido inalterada. Dicha circunstancia puede provocar la paradoja de que una aparente contracción monetaria sea en realidad una expansión al eliminar el efecto de la inflación¹³.

Por otro lado habrá que tener en cuenta que el manejo de la oferta monetaria con objetivos de control de precios implica que la esfera de los bienes y servicios, es decir el producto, y el dinero que los adquiere deben estar en equilibrio; cualquier alteración de dicho equilibrio altera el vínculo entre esas dos esferas y dicho vínculo no es otro que los precios. Un aumento relativo de la esfera del producto respecto a la de la masa monetaria implica menor masa monetaria real para ese producto, es decir una caída de los precios, mientras que un aumento de la esfera monetaria real provocaría un aumento de los mismos. En base a este simple razonamiento parece conveniente observar la evolución del producto de la economía y de la oferta monetaria real ya que un aumento del producto por encima de la oferta monetaria implicaría, aunque existiese un aumento de la oferta monetaria nominal o incluso real, una política monetaria que estaría de hecho contrayendo los precios.

12. Apreciación real

Al referirnos a una apreciación real nos estaremos refiriendo a un apreciación de la moneda nacional y que esto implica un encarecimiento de la producción nacional respecto a la del resto del mundo, o lo que es lo mismo, un abaratamiento de los bienes exteriores respecto a los nacionales. El efecto genérico de una apreciación real es el empeoramiento de la cuenta corriente ya que abarata las importaciones y encarece la producción nacional con lo que disminuyen las exportaciones. Según lo visto, y es lo que debe quedar claro, este es el sentido general del término en cuestión.

¹³ No se trata de un hecho aislado ni poco común el mencionado, tomemos como ejemplo el Reino Unido en el período 1991-1994, en el que una aparente política monetaria contractiva encubría una expansión de la oferta monetaria real.

La posible confusión a la hora de interpretar el término es el origen de éste, ya que una apreciación real puede darse como consecuencia de una variación del TCR o del índice de TCER. A continuación vamos a describir brevemente lo que significan cada uno de estos conceptos y mecanismo por el que se genera la mencionada apreciación real.

El TCR entre las monedas de dos países se define el precio en moneda nacional de una cesta de bienes de otro país con relación a la cesta de bienes nacional¹⁴. Un aumento del TCR implica una depreciación real, es decir, un abaratamiento de la moneda nacional en términos de la extranjera mientras que una disminución del TCR significa un encarecimiento de la moneda nacional, es decir, una apreciación real.

Por otro lado, el índice del TCER ampliamente utilizado por los bancos centrales y por la literatura económica¹⁵ para medir el tipo de cambio de un país con el resto de los países con los que comercia, es el precio de los productos nacionales en términos de la cesta de productos extranjeros, es decir, expresa lo contrario que el término visto anteriormente. En este caso una caída del índice de TCER implica una depreciación real, es decir, un abaratamiento de la moneda nacional, mientras que un aumento del índice de TCER encarece la moneda nacional produciéndose por tanto una apreciación real.

En resumen; a lo largo del trabajo una apreciación real implica en cualquier caso un encarecimiento de la producción nacional y por tanto, a priori, un deterioro de la cuenta corriente.

El desarrollo del modelo analítico asume el concepto de TCR (tal como queda definido en el punto 3 de este apartado y cuyo comportamiento y modificación quedan definidos en el punto 4) por lo que al referirnos al Tipo de Cambio Real no nos referiremos al índice de Tipo de Cambio Efectivo Real. En cualquier caso a lo largo del trabajo evitaremos confusiones en la medida de lo posible y se matizará a qué índice se hace referencia.

¹⁴ Como ya apuntábamos en el punto 3 del presente apéndice su formulación es:

$$\text{TCR} = \frac{E \cdot P^*}{P}$$

¹⁵ Dicho índice es elaborado por ejemplo por el Fondo Monetario Internacional y un aumento del mismo implica una apreciación de la moneda nacional en cuestión.

Apéndice II
Glosario terminológico

Apéndice II

Glosario terminológico

Acuerdos de Basilea

(Basle Accords). Condiciones que se fijan por la autoridad monetaria que establecen, entre otras cosas, los requerimientos mínimos de recursos propios para determinadas instituciones financieras.

ADRs (American Depositary Receipts)

Certificados Americanos de Depósito. Certificado emitido en EE. UU. en lugar de un título extranjero. Las obligaciones originales están depositadas en un banco situado en el extranjero y los certificados de depósito norteamericanos se comercializan en los Estados Unidos como si fueran valores nacionales a todos los efectos. Un dividendo *ADR* se paga en dólares, lo cual permite a los inversores locales norteamericanos comprar obligaciones extranjeras sin tener que salir al extranjero sin tener que cambiar de divisa. Un número creciente de compañías extranjeras tienen plena cotización en los mercados norteamericanos. Se trata de un proceso caro, y tan sólo es una opción practicable para quienes puedan hacer frente a las demandas de información de la Comisión del Mercado de Valores de los EE. UU. (*Securities and Exchange Commission*) y otros organismos reguladores de los Estados Unidos.

El líder tradicional en la emisión de *ADRs* es el Morgan Guaranty Bank, que los inventó en 1927. Actualmente cotizan unos 120 *ADRs* en el Mercado de Valores de Nueva York (NYSE), en el AMEX (Mercado de Valores Norteamericano), en el NASQUAD (Asociación Informativa de las Cotizaciones de Bolsa) y, de todos ellos, un tercio son británicos.

ALADI (Asociación Latinoamericana de Integración)

Constituida por Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Chile, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela en virtud del tratado de Montevideo en 1980. Se constituye con fines de integración económica (zona de libre comercio) de forma flexible, fundamentalmente a través de preferencias arancelarias y acuerdos de carácter sectorial.

Al descuento

Un título se emite *al descuento* cuando el precio de emisión es inferior al valor nominal que se percibe al vencimiento. Esta diferencia entre valor nominal y de emisión es lo que se denomina descuento y puede ser total o parte del rendimiento del título, ya que el título puede ser *al descuento* y devengar o no devengar intereses.

A la par

Un título se emite *a la par* cuando el valor de emisión es el mismo que el valor nominal.

ARTs (Aseguradoras de Riesgo del Trabajo)

Figura jurídica de la que se vale el gobierno Argentino (en 1996) para instituir un régimen de seguros del trabajo.

Banda de flotación (o de fluctuación)

Es la banda dentro de la cual se pueden realizar las operaciones de cambio en el *mercado cambiario formal* en Chile.

Banco del estado

El más importante y único banco estatal de Chile.

Bienes raíces

Las tierras, solares, edificios y construcciones que son sujeto de transacción en el mercado inmobiliario.

Bocones

Instrumentos de deuda pública de la República de Argentina, emitidos en seis series en virtud de la Ley de Consolidación de la Deuda de 1991. Se trata de uno de los principales instrumentos a través de los cuales se instrumenta la deuda pública en el país. Otros instrumentos similares son los Bonex y los Botes.

Bono

(Bond). Instrumento financiero que produce intereses. Son emitidos por empresas, gobiernos y organizaciones para la obtención de capital. Pueden ser comprados o vendidos varias veces en el mercado secundario, antes de ser finalmente amortizados. Se vende con descuento o prima sobre su valor nominal, lo que refleja la diferencia entre la tasa de interés (fija) en el cupón del *bono* y la tasa de interés del mercado.

Bonos de empresa

(Corporate bonds). *Bonos* emitidos por una empresa. (Véase *bono*).

Bono cupón cero

Un *bono* se denomina de cupón cero cuando no devenga intereses durante el período de vida del título si no que se cobran en su totalidad al vencimiento del mismo.

Bono notional

Título de emisión ficticia al que se adscriben unos determinados parámetros de vencimiento y unas características concretas de emisión. Se crea como activo subyacente para la normalización, facilidad de cálculo y mejor funcionamiento de los mercados organizados de *opciones* y *futuros*.

Bonos brady

(Brady Bonds). Se trata de los *bonos* que emiten algunos países en vías de desarrollo en relación con el *Plan Brady*. Se crean con el fin de comercializar la deuda que estos países acumulan con los bancos comerciales en la crisis de 1982. Los *bonos brady* se comercializan en *mercados OTC* pero a diferencia de los *instrumentos* que se comercializan en estos mercados no organizados cuentan con la garantía de *bonos* del tesoro norteamericano. Un índice permite seguir la evolución de los precios de estos *bonos*.

Bonos convertibles en acciones

Se trata de un *bono* que concede a su poseedor la opción de canjearlo por acciones de la misma sociedad a un precio prefijado de antemano.

Caja de conversión

(*Currency board*). Sistema cambiario que consiste básicamente en dotar de total garantía a la moneda nacional mediante el respaldo de la totalidad de la base monetaria nacional con reservas de divisas en el banco central. De esta forma se dota de una garantía plena al tipo de cambio establecido de la moneda nacional con la divisa a la que se realiza el anclaje estableciendo de forma creíble el tipo de cambio uno a uno. Se trata de un sistema que por su sencillez facilita la negociación internacional.

Cámara de compensación

(*Clearinghouse*). Cuando nos referimos a los bancos (*Cámara de compensación bancaria*) se refiere a un sistema que en cada plaza financiera, compensa día a día los talones y cheques bancarios emitidos por los distintos bancos. Se hace el cálculo de los que cada banco adeuda a los demás y se liquidan las diferencias, evitando movimientos innecesarios de fondos.

De forma más general el término se aplica a sistema mediante el cual se realiza la compensación de las compras y las ventas de valores en determinados mercados financieros. Este sistema se desarrolla en mercados organizados, con instrumentos financieros estandarizados que permiten que exista una alta liquidez. Mediante este sistema el comprador y el vendedor entran en contacto puesto que la cámara realiza la operación.

CDL

Véase *Cuenta depósito de liquidez*.

Certificado de depósito

Títulos emitidos por el banco central que sirven para drenar la liquidez provocada por la reducción del el coeficiente de caja.

Club de parís

Es la reunión de la banca internacional y los representantes gubernamentales y privados de los países prestamistas que, de forma colectiva, se reúnen con los representantes de los países deudores. El objeto de las reuniones es la negociación y discusión de las deudas adquiridas.

CNCI

Véase *Compendio de normas de cambios internacionales*.

Comisión Nacional de Valores (CNV)

Autoridad autónoma que supervisa y regula el mercado de valores en Argentina.

Compendio de normas de cambios internacionales (CNCI)

A través de sus capítulos XIV y XIX las autoridades chilenas regulan los aportes de capitales extranjeros en forma de deuda. Por otra parte los aportes de capital se ven regulados por le llamado *DL 600*.

Condición de la paridad de intereses

“El mercado cambiario se encuentra en equilibrio cuando todos los depósitos, al margen de su denominación, ofrecen la misma tasa de rentabilidad esperada”. Esta condición de igualdad entre las rentabilidades esperadas de dos depósitos denominados en dos monedas distintas y expresadas en la misma moneda es lo que se conoce como *condición de la paridad de intereses*. Véase el punto 8 del apéndice metodológico.

Crawling peg

Sistema de control del tipo de cambio. En lugar de recurrir a devaluaciones distanciadas en el tiempo se realizan minidevaluaciones realizadas con mayor frecuencia y que resultan menos traumáticas que las primeras.

Cuenta depósito de liquidez (CDL)

Sistema que establece el Banco Central de Chile para regular la liquidez del sistema financiero.

Currency board

Véase *Caja de conversión*.

Decreto Ley 600 (DL 600)

El principal medio a través del cual se ejerce el control de las inversiones procedentes del exterior en Chile junto con el *CNCI*. Véase apartado 1.3.1.4.

Depósito central de valores.

Institución que en Chile se encarga gestionar los títulos que los fondos de pensiones tienen depositados en el Banco Central.

Derivados

(Derivatives) Véase *Instrumentos financieros derivados*.

DL 600 (Decreto Ley 600)

Véase *Decreto Ley 600*.

Dólar observado (o tipo de cambio medio bancario)

En Chile, es el valor al que se realizan las operaciones en el *mercado cambiario formal*.

Dólar acuerdo

(Agreed dollar). En Chile, es el valor que establece el centro de la *banda de fluctuación* en la que se mueve el *dólar observado*.

Eurodólar

Dólares que los poseen personas (físicas o jurídicas) fuera de los Estados Unidos.

Euromercados

Aquel mercado en el que se emiten títulos o se ofrecen préstamos en una divisa diferente a la del país del agente emisor.

Euronotas

Véase *euro papel comercial*.

Euro papel comercial

Valores que se emiten, dentro de un programa, en los *euromercados*, y que son similares a los *pagarés de empresa* españoles. Se trata de un complemento a los *programas de pagarés* domésticos de cada país.

Forward

Arbitraje a futuro de divisas. Contrato de compraventa en el que se establece el precio a pagar por una cantidad de divisas en una fecha futura. La diferencia con los *futuros* es que no existe estandarización de contratos, no existe una *cámara de compensación* y por tanto es difícil la transmisión del contrato a terceros.

***FRBs* (Floating Rate Bonds)**

En español “*bonos de interés variable*”. Se trata de un tipo de *bonos* que en lugar de devengar un tipo de interés fijo devengan un tipo de interés variable ya que éste va referenciado por lo general a la evolución de un tipo de interés determinado, por lo general el *LIBOR*. Su cupón suele variar cada seis meses. Se trata de un financiamiento a largo plazo (largo período de madurez) cuyo coste se fija a corto plazo.

Futuros

(Futures). Acuerdos que obligan a las partes a comprar o vender un determinado número de bienes o valores en una fecha futura en un precio convenido de antemano. En los mercados financieros de *futuros* el bien sujeto de contrato es llamado activo subyacente. Los más importantes son los *futuros* sobre índices (aquel futuro cuyo activo subyacente es un índice, que puede ser renta fija o bursátil, de toda la bolsa o de una sola industria), sobre tipos de interés (el subyacente es un *bono nocional* o un depósito a corto plazo y generalmente es usado como cobertura de riesgos frente al tipo de interés), de seguros (cuyo subyacente es un contrato de seguros). Los *futuros* se negocian en un mercado de *futuros* organizado que actúa como intermediario de todas las compraventas mediante contratos y cantidades normalizados. La principal utilidad del futuro es la cobertura de la posición que se haya tomado en el activo subyacente.

***GDRs* (Global Depositary Receipts)**

Certificados Internacionales (o Globales) de Depósito. Similares a los *ADR* con la diferencia que se ofrecen en el mercado de colocaciones privadas de Estados Unidos al amparo de la *Regla 144-A* de la *Securities and Exchange Commission* (Comisión del Mercado de Valores de los Estados Unidos), así como en otras bolsas de valores distintas de las Estadounidenses. Se pueden comprar y vender *GDRs* en todas las monedas.

Indexación

Es la aplicación de una escala móvil a un determinado valor económico. Una práctica general en países con alta inflación consiste en la *indexación* de los salarios (a la inflación) con el fin de mantener la capacidad adquisitiva de las remuneraciones de los trabajadores. La *indexación* se acaba por generalizar a todos los tipos de contratos que se realizan en la economía en situaciones de inflación elevada y permanente.

Información asimétrica

(Asymmetric Information). Se trata de uno de los llamados fallos de mercado desarrollado en primer lugar por Robert. E. Lucas en su enfoque de las expectativas racionales en el que supone que los mercados están generalmente en equilibrio incluso en el corto plazo, pero que la gente está generalmente mal informada de la economía (información imperfecta). Cuando esta información es heterogénea entre los agentes se denomina *información asimétrica* y está más relacionada con los mercados de capitales.

Instrumento (financiero) básico

Instrumento financiero al que está ligado un *instrumento financiero derivado*.

Instrumentos del mercado monetario

Instrumentos financieros que se negocian en el *mercado monetario*.

Instrumentos financieros derivados

(Derivatives). Conocidos también simplemente como “derivados” son activos financieros cuyo valor se basa en el valor de otro activo financiero. Por ejemplo, en una opción de compra de un *bono* del tesoro, la opción (el activo financiero “opción”) se deriva de otro *bono* (la letra del tesoro).

Intervenciones intramarginales

Operaciones que realiza el banco central, dentro de la *banda de fluctuación*, para evitar que el tipo de cambio (en el caso de Chile el del *dólar observado*) se aprecie o se deprecie en exceso y de esta forma impedir que se salga de la banda rompiendo el compromiso cambiario. Estas operaciones consisten por lo general en compras o ventas de moneda nacional contra divisa o viceversa, en función de si se trata de contrarrestar una apreciación o una depreciación.

Inversores institucionales

(Institutional investors). Se denomina así a un determinado tipo de compañías (compañías de seguros, fondos de inversión y fondos de pensiones) que han ido tomado gran importancia durante la última década.

LCL

Véase *Línea de Crédito de Liquidez*.

Letras del tesoro

Títulos de deuda emitidos por el Ministerio de Economía de Chile con fines de financiación pública.

Ley de Convertibilidad

Ley N° 23.928, que rige en Argentina a partir del 1 de abril de 1991. Establecía que los activos internacionales de reserva debían respaldar, por lo menos en un 100% a los pasivos monetarios del Banco Central de la República de Argentina, entendiendo dichos pasivos monetarios como la suma de la moneda circulante, los depósitos de entidades financieras en el banco central y las llamadas cuentas especiales. La *Ley de Convertibilidad* establecía igualmente que el Banco Central de la República de Argentina quedaba obligado a vender las divisas que el mercado demandase al tipo de

cambio de 10.000 australes por dólar y a retirar de la circulación los australes requeridos. Esto implicó el establecimiento de un sistema cambiario “*currency board*”.

LIBOR (London Interbanking Offered Rate)

Se trata del tipo de interés del mercado interbancario de Londres. Se suele utilizar como base para marcar los tipos de interés en los créditos y empréstitos internacionales mediante una fracción adicional por encima del *LIBOR*.

Licitación “a la holandesa”

Licitación en la que se paga la misma tasa implícita en el precio de oferta de la licitación de corte a todos aquellos participantes que estuviesen igual o sobre aquel.

Línea de crédito de liquidez (LCL)

Sistema que establece el Banco Central de Chile para controlar la liquidez del sistema financiero.

Mercado cambiario formal

Uno de los dos mercados (junto con el *mercado cambiario informal*) en los que el Banco Central de Chile ha dividido las operaciones de cambios internacionales. Una gran proporción de transacciones están concentradas en el *mercado cambiario formal*. En este mercado, a diferencia del *mercado cambiario informal*, el tipo de cambio no es libremente determinado por las partes si no que existe un sistema de banda anunciada dentro de la cual se realizan las transacciones. Véase *banda de flotación*.

Mercado cambiario informal

Uno de los dos mercados (junto con el *mercado cambiario formal*) en los que el Banco Central de Chile ha dividido las operaciones de cambios internacionales. En este mercado el tipo de cambio de transacción se fija libremente entre la parte oferente y demandante.

Mercado monetario

Se trata de aquel mercado financiero en el que se negocian instrumentos a corto plazo con una alta liquidez y bajo riesgo, debido a la solvencia de los emisores. Se trata de mercados de mayoristas en los que se realizan tan sólo grandes operaciones. La intervención de los bancos centrales en la economía con la finalidad de influir en las magnitudes macroeconómicas se realiza a través de estos mercados. En virtud del instrumento negociado este mercado se diferencia en mercado de dinero y de *pagarés*.

Mercado primario

Se denomina así a aquellos mercados financieros en los que los *instrumentos* objeto de negociación se adquieren en el momento de su emisión y no en subsiguientes negociaciones.

Mercado OTC

(Mercado Over the Counter). Mercado no oficial y no organizado paralelo a un mercado que sí lo es.

MERCOSUR (Mercado Común del Sur)

Se trata de un marco de integración comercial que se constituye en 1991 por el "Tratado de Asunción" firmado por Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay.

Onza troy

Unidad de cuenta para registrar o pactar la reajustabilidad de los créditos externos. Se introduce en diciembre de 1991.

Opciones

(Options). Opción es el derecho (no la obligación) a comprar o vender un activo (activo subyacente) en una fecha futura por un precio pactado de antemano. Existen distintos tipos de *opciones*: sobre "commodities" (sobre bienes), sobre índices (aquella cuyo activo subyacente es un índice, que puede ser renta fija o bursátil, de toda una bolsa o de una sola industria) o sobre tipos de interés (el activo subyacente es un *bono*).

Pagaré (de empresa)

Documento legal por el que el emisor del mismo se compromete a abonar al tenedor una cantidad de dinero previamente determinada al vencimiento de una fecha. Se trata de un instrumento de rendimiento implícito (el rendimiento del activo deriva de la diferencia entre el precio de compra y precio de venta) y suelen emitirse a corto plazo.

Pagaré descontables a treinta días (PDBC's)

Instrumento del Banco Central de Chile.

Pagaré reajustables con pago de cupones (PRC's)

Instrumento del Banco Central de Chile. Existen distintas modalidades; a cuatro, seis, ocho y diez años. A partir de febrero de 1993 comienzan las licitaciones periódicas de *PRC's* a doce, catorce y veinte años.

Pagaré reajustables del Banco Central de Chile (PRBC's)

Existen distintas modalidades; a 90 días, a 180 días y a un año. Los *PRBC's* a 90 días constituyen el instrumento de política monetaria más importante del Banco Central de Chile.

Piso de la banda

Límite inferior de la *banda de fluctuación*.

PDBC's

Véase *Pagarés Descontables a 30 días*.

Plan Baker

Fue la propuesta para afrontar el problema de la crisis de la deuda presentada por James Baker, Secretario del Tesoro norteamericano en la Administración Reagan, en la Asamblea Anual del FMI y del Banco Mundial de 1985 en Seul. Consistente fundamentalmente en la concesión de nuevos créditos a los países en desarrollo por parte de organismos internacionales y la banca privada. El éxito del plan fue relativo por cuestiones de orden político y se presenta como el inicio del posterior *Plan Brady*.

Plan Brady

Plan que recibe el nombre de su promotor, el Secretario del Tesoro norteamericano durante la Administración Reagan y en la Administración Bush, Nicholas Brady y que tiene como doble objetivo: la racionalización del tratamiento de la deuda externa y ayudar a los bancos con los que los distintos países habían contraído sus deudas. Una primera fase implicaba la condonación de deuda, la reducción de intereses y la concesión de nuevos préstamos a cambio de que el país acreedor aceptase la puesta en marcha de un plan de ajuste con el FMI. La segunda fase era la emisión y entrega a los bancos acreedores, por parte de los países que aceptaban el Plan, de obligaciones en dólares a largo plazo a cambio de su deuda reestructurada. Estos títulos reciben el nombre de *Brady Bonds* y están garantizados según los casos, por *bonos* del tesoro norteamericano, por *warrants* u otro instrumento financiero.

Plan Bonex

Se denomina así a la medida tomada por el gobierno Argentino en 1990 por la que se canjean depósitos bancarios por títulos de deuda a fin de realizar un drenaje de liquidez. Esta medida recibió el nombre de los *bonos* canjeados, *Bonos Exteriores 89* (Bonex 89). En concreto se realizó a través de la sanción del decreto 36/90, que establecía que las entidades financieras debían honrar a sus titulares sus obligaciones en moneda nacional –plazo fijo, ajustables o no, caja de ahorros especiales, captaciones, pasivos pasivos y ganancias de préstamos – vigentes al 28 de diciembre de 1989, por el valor del capital, intereses y ajustes, mediante la entrega de los Bonex 89. Se admitía la restitución del efectivo en casos de pago de sueldos, cargas sociales y otro tipo de obligaciones de carácter provisional.

Plan de Convertibilidad

Recibe este nombre el conjunto de medidas que se tomaron en Argentina en 1991 en virtud de la *Ley de Convertibilidad*. La *Ley de Convertibilidad* representa el mayor cambio en política monetaria y de régimen cambiario en Argentina. El nuevo régimen otorga al congreso el poder para modificar la política cambiaria, papel que había venido siendo ejercido por el banco central. El nuevo régimen de convertibilidad implicaba una paridad fija de la moneda nacional (primero con el austral y luego con el peso argentino) con el dólar estadounidense. El banco central se comprometía a que la base monetaria –billetes y monedas en circulación y los depósitos de las entidades financieras en el banco central- estuviese plenamente respaldada por las reservas exteriores al tipo de cambio mencionado. Esto es lo que se conoce como una “*caja de conversión*” igualmente conocida por su terminología anglosajona como “*currency board*”. El mencionado sistema implica un compromiso para llevar a cabo una férrea disciplina en cuestión de control de liquidez. Un segundo paso en el establecimiento del *Plan de Convertibilidad* fue la nueva Carta Orgánica del Banco Central que implicaba fundamentalmente un cambio en el objetivo primordial del banco central, que pasó a ser la defensa del tipo de cambio establecido, si bien de forma secundaria permitía el desarrollo de otros cometidos tales como el control de la cantidad de dinero, la supervisión bancaria, la administración de las reservas y el financiamiento del gobierno. Por otro lado la nueva Carta Orgánica limitaba tremendamente el papel de prestamista de última instancia que venía desempeñando hasta ese momento el banco central.

PRBCs

Véase *Pagaré reajustables del Banco Central de Chile*.

PRCs

Véase *Pagarés Reajustables con Pago de Cupón*.

Programas de pagarés

Programas previstos para realización de emisiones sucesivas por medio de subastas o vía colocaciones privadas. En este tipo de programas debe ser especificado el importe máximo a emitir, fechas de emisión así como modalidades de las mismas.

PTFs

Títulos valores emitidos por el Banco Central de Chile. Las iniciales responden a “*Pagarés Reajustables con Tasa de Interés Flotante*”.

Regla 144-A

(Rule 144-A). Se trata de un sistema de emisión de acciones y *bonos* en EE. UU. Que no requiere cumplir todos los requisitos de la *Securities and Exchange Commission* para las emisiones normales. Está diseñada para inversores cualificados (inversiones de más de 100 millones de dólares), o grandes inversores, que no requieren del alto grado de protección que el sistema del *SEC* ofrece a los pequeños inversores.

Repos

(Repurchase agreement). Venta de títulos con pacto de recompra.

Reservas Internacionales

Disponibilidades líquidas que posee el banco central para hacer frente a los pagos internacionales.

Riesgo de crédito

(Credit risk). Riesgo de que las contrapartes se muestren renuentes o incapaces de cumplir sus obligaciones contractuales.

Riesgo de liquidez

Riesgo de que la transacción no pueda efectuarse al precio vigente en el mercado. Por lo general se trata de un riesgo más frecuente en mercados no regulados, de carácter menos líquido que los organizados dado que carecen de instrumentos estandarizados y de negociación a través de *cámaras de compensación*.

Riesgo de mercado

(Market risk). Riesgo que se refiere al efecto que producen las variaciones del precio del *instrumento básico* en el valor de la posición abierta en *instrumentos financieros derivados*. Se trata de un riesgo general de toda la cartera y no de una empresa en general, por lo que su cobertura se gestiona igualmente de forma global para toda la cartera, lo que origina un nuevo riesgo al asumir nuevas posiciones que tratan de cubrir las ya existentes. Se considera una buena forma de reducir el riesgo la diversificación de cartera.

Securities and Exchange Commission (SEC)

(Comisión del Mercado de Valores de los Estados Unidos). Agencia gubernamental norteamericana que regula el tráfico de las acciones de las compañías que cotizan en bolsa en los Estados Unidos. Con base en Washington y fundada en 1934, la principal arma de la Comisión de la Bolsa de Valores es la información que revelan las compañías. Exige a los emisores de títulos en los Estados Unidos más información de la que se suele exigir en cualquier otro país.

Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones

Es uno de los principales legisladores financieros en Chile y su misión consiste en ejercer el control y la supervisión de los fondos de pensiones.

Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras

Institución que en Chile asume el control y supervisión del sistema financiero.

Swap (de divisas)

Operación denominada en dos divisas por la que una parte paga a otra intereses en una moneda y recibe de otra intereses en una segunda divisa. Esto permite endeudarse en una moneda y tener el equivalente a una deuda en otra moneda.

Target zone (sistema de zonas de referencia)

Se trata de un sistema cambiario que exponen C.F. Bergstein y J. Williamson en 1983 por primera vez en su trabajo "Exchange Rate and Trade Policy" bajo la creencia de que el sistema de tipos de cambio flotantes conducía a un desajuste persistente del tipo de cambio efectivo respecto de su valor fundamental. El sistema consiste en la fijación de un tipo de cambio real efectivo que asegure el equilibrio interno y externo de la economía. La evolución de los tipos de interés así como de la tasa de inflación conducirán a que se revise el tipo de cambio de equilibrio. Este sistema de zonas de referencia propuesto por Williamson exige que los tipos de cambio no oscilen más allá del $\pm 10\%$ del valor de referencia. Comúnmente se utiliza la terminología anglosajona.

Tipo de cambio de acuerdo

Tipo de cambio del *dólar acuerdo*.

Tipo de cambio observado

Tipo de cambio del *dólar observado*.

Tipo de cambio medio bancario

Véase *dólar observado*.

UF (Unidad de Fomento)

Véase *Unidad de Fomento*.

Unidad de Fomento (UF)

La UF es uno de los sistemas de reajustabilidad autorizados por el Banco Central de Chile, al amparo de lo establecido en el número 9 del artículo de su Ley Orgánica Constitucional. Se trata de una unidad de *indexación* a través de la cual se compensa el efecto de la evolución dispar de los precios interiores y los precios exteriores. La

información sobre la metodología de cálculo se encuentra en el capítulo II.B.3. del Compendio de Normas Financieras.

Ventanilla abierta

Se denomina de este modo al procedimiento consistente en que el Instituto Emisor fije la tasa de interés de un determinado instrumento de deuda en función de una evaluación previa de la economía nacional. De esta forma se establecían los tipos de interés de los *PRBCs* a un año con anterioridad a febrero del 1991.

Warrant

Se trata del título valor o parte del mismo, que da derecho a una determinada compra de acciones, que son emitidas en el momento en el que puede ejercerse el derecho del *warrant*. Si terminado el plazo establecido para ejercitar el derecho del *warrant*, el precio de mercado de la acción resulta ser más alto que el fijado en el *warrant*, permanece éste último. Es similar a los derechos de suscripción salvo en el plazo, que en este caso es mayor.

Apéndice III
Índice de siglas

Apéndice III

Índice de siglas

Siglas:

AFP

Administradoras de Fondos de Pensiones

ALADI

Asociación Latinoamericana de Integración

AOD

Ayuda Oficial al Desarrollo

BID

Banco Interamericano de Desarrollo

BM

Banco Mundial (World Bank)

BP

Balanza de Pagos

BPI

Banco de Pagos Internacionales

BIS

Bank for International Settlements (Banco de Pagos Internacionales, BPI)

CCR

Comisión Clasificadora de Riesgo

CCRAFP

Comisión Clasificadora de Riesgo de las Administradoras de Fondos de Pensiones

CE

Comunidad Europea

CEPAL

Comisión Económica para América Latina y el Caribe

CFI

Corporación Financiera Internacional

CIEPLAN

Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica

CNCI

Compendio de Normas de Cambios Internacionales

CNF

Compendio de Normas Financieras

DL 600

Decreto Ley 600

EFI

Estadísticas Financieras Internacionales (publicación del FMI)

FIEL

Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FOD

Financiación Oficial al Desarrollo

FMI

Fondo Monetario Internacional

ICE

Información Comercial Española

IDB

Inter-American Development Bank (Banco Inter-Americano de Desarrollo)

IED

Inversión Extranjera Directa

IFC

International Finance Corporation (Corporación Financiera Internacional)

LDCs

Less Developed Countries (países menos desarrollados)

LIBOR

London Interbanking Offered Rate (tipo de interés del mercado interbancario de Londres)

OCDE

Organización de Cooperación y Desarrollo Económico

OECD

Organization for Economic Cooperation and Development (OCDE)

OPEP

Organización de Países Exportadores de Petróleo

PD

Países desarrollados

PVD

Países en vías de desarrollo

RIFPE

Reglamento de Inversiones de Fondos de Pensiones Extranjeros

TCER

Índice de tipo de cambio efectivo real

TCR

Tipo de cambio real

UF*Unidad de Fomento***UNCTAD**

Conferencia de las Naciones Unidas para Comercio y Desarrollo

WB

World Bank (Banco Mundial)

Apéndice IV
Calendario argentino

Apéndice IV

Calendario argentino

1989

Líneas generales

- A principios de año Argentina sucumbe a la hiperinflación y se encuentra en una situación fiscal tremendamente deteriorada.
- Elección de Ménem, supone un dramático viraje (corte del gasto público y privatizaciones). Medidas de estabilización radicales con la ley de emergencia económica.
- A finales de 1989 (y principios de 1990) se produce un rebrote inflacionario
- Hiperinflación de mayo a agosto.
- En octubre comienza la reforma arancelaria (desde esta fecha hasta marzo de 1991 los aranceles máximos y mínimos se modificarán once veces).
- Renegociación del total de la deuda con los acreedores oficiales.
- Tras una serie de crisis de tipo de cambio el gobierno opta por la libre flotación de la moneda.

Enero 1989

- La situación fiscal se encuentra profundamente deteriorada.

Mayo 1989

- (día 14) Elección de Carlos Ménem con el 49,2% del voto, frente al Partido Radical que obtiene el 36,9%.
- (día 19) Plan Transición I. El nuevo gobierno promete medidas contra la evasión de impuestos. Se anuncia una reducción del déficit fiscal mediante ajustes de las tarifas del sector público y mediante la eliminación de las devoluciones por exportación. El impuesto a la exportación se elevó en diez puntos porcentuales (quedando en un 30%).
- (día 19) Dentro de plan Transición I se anuncia una congelación de precios que el gobierno no fue capaz de controlar.
- Comienza la hiperinflación (hasta mes de Agosto).
- (día 28) Plan Transición II. Hace hincapié en el ajuste fiscal. Se anuncian planes de eliminación de las devoluciones de exportación, se mantuvieron los derechos por exportación, se adoptó un nuevo impuesto sobre venta inicial de tierras agropecuarias, se anunció la suspensión de la construcción de todas las obras públicas financiadas por el Estado y se aprobaron nuevos aumentos de tarifas de servicios públicos. Las medidas de aumento de los ingresos fiscales fueron aprobadas con prontitud por el Congreso. Se prometen medidas para frenar la evasión de impuestos. Se crea un mecanismo de urgencia de subvención de lo desempleados. Prosigue la congelación oficial de precios, que el gobierno no puede controlar. Se establece un tipo de cambio frente al dólar de 175 australes por dólar.

Julio 1989

- (día 8) Ménem asume la presidencia.
- Este mes la inflación mensual alcanza su punto máximo (el 200% mensual).
- Plan Bunge y Born. Se redacta un proyecto de Ley de Emergencia Económica que se envía al Congreso para su aprobación. El plan incluye una serie de medidas fiscales para la reducción del déficit público. Como complemento a las medidas de emergencia se aprueba un programa de privatizaciones que sólo excluiría las empresas claves para la seguridad nacional, se toman medidas para igualar el tratamiento de la inversión nacional y extranjera y se establece un mecanismo de seguro para los depósitos bancarios. El austral se devalúa en un 53,3% y el gobierno se compromete a no devaluar hasta marzo de 1990.

Agosto 1989

- Se consigue empezar a reducir la inflación.

Octubre 1989

- Las cifras de inflación caen a un dígito mensual.
- El arancel promedio se ubica en el 26%.

Noviembre 1989

- Se anuncian un nuevo conjunto de medidas de carácter fiscal con entrada en vigor de forma inmediata, antes de la entrada en vigor de las medidas de enero de 1990.

Diciembre 1989

- Tras una serie de crisis de tipo de cambio el gobierno introduce un solo tipo de cambio flotante (con anterioridad existían dos tipos de cambio).
- La nueva administración asume la presidencia "oficialmente" en diciembre (fecha anterior a la que oficialmente debería haberse producido la toma de cargo).
- Renegociación del total de la deuda con acreedores oficiales por un monto de 1998 millones de dólares.
- Anuncio de nuevas medidas de carácter fiscal; un aumento de los aranceles a la exportación y una reducción de los aranceles a la importación, aumento de los precios de los precios del sector público (gasolina, teléfono, transporte, servicios postales etc.)
- Se reducen los controles de precios del sector privado, que venían limitados por topes. En compensación por el aumento de los precios el gobierno anuncia aumentos de sueldos a los empleados del sector público y del sector privado.
- Plan Erman I. El gobierno abandona la idea de elevar los ingresos vía impuestos a la exportación y a la importación. Se retira la meta inicial de privatizaciones. Se anuncia un nuevo aumento salarial adicional para todos los trabajadores. Se anuncia la unificación del tipo de cambio y la adopción de un tipo de cambio único. Se anuncia el fin de restricciones para la adquisición y venta de moneda extranjera. El gobierno se compromete a no emitir dinero nuevo a no ser que existan recursos "reales" que lo respalden.

1990

Líneas generales

- A finales de año se cierra el proceso de privatización de las empresas seleccionadas.
- Durante el año se produce una importante reducción de la deuda de los bancos comerciales.
- A principios de año se anuncia un nuevo paquete de medidas de emergencia por parte del gobierno.
- A principios de año se produce un rebrote inflacionario.
- Puesta en marcha del *Plan Bonex*.
- A finales de año las restricciones cuantitativas a la importaciones habían sido prácticamente eliminadas.
- Desde mediados de año un aumento de los pagos de intereses a los bancos acreedores y la aceptación de la deuda de los bancos comerciales suponen el punto de partida para la vuelta a las negociaciones que culminará con el *Plan Brady*.

Enero 1990

- Puesta en marcha del *Plan Bonex* (Erman II). El principal propósito de las medidas que toma el gobierno es hacer bajar el precio del dólar mediante la restricción de la oferta de australes.

Febrero 1990

- Ménem restablece las relaciones diplomáticas con Inglaterra tras la guerra de las Malvinas.
- Plan Erman III. Nuevas medidas (de carácter menor) para reducir el déficit público. Se intenta imponer un control de precios a las empresas privadas exigiendo a las principales que declararan sus precios al gobierno.

Marzo 1990

- Plan Erman IV. Nuevo conjunto de medidas para combatir el déficit fiscal. Se anuncian planes para mejorar la administración tributaria, planes para reformar el sector público y para reducir el número de empleados públicos.

Abril 1990

- Firma del tratado de cooperación con la CE.

Septiembre 1990

- Plan Erman V. Anuncio del plan "ómnibus" para reducir el gasto público. Medidas de fortalecimiento del Banco Central y de política monetaria más restrictiva.

Octubre 1990

- Casi todas las empresas seleccionadas para la privatización habían sido transferidas al sector privado.
- Fuerte caída del arancel promedio respecto a octubre del año anterior.

1991

Líneas generales

- Puesta en funcionamiento, en el mes de abril, del *Plan de Convertibilidad* que supone el establecimiento de un sistema cambiario del tipo "currency board".
- La Comisión Nacional de Valores comienza un proceso en el que trata de facilitar la financiación empresarial, aumentar la transparencia, aumentar la seguridad de las inversiones y modernizar las operaciones.
- Desde 1991 (hasta 1994) el gobierno obtendrá fondos fundamentalmente en los mercados exteriores debido al problema de la inflación, que distorsiona el mercado interior de deuda pública.
- Este año terminan las continuas modificaciones de aranceles máximos y mínimos, a favor de la apertura comercial.
- A finales de año se introduce un nuevo paquete de medidas tendentes a la liberalización económica, tales como: levantamiento de restricciones en los mercados domésticos, supresión de algunas cuotas de importación y restricciones a la exportación, desregulación de algunos mercados agrícolas y financieros...
- Es el año en el que comienzan las fuertes entradas de capitales exteriores a la economía argentina.
- A finales de 1991 se completa la desregulación de los mercados de capitales.
- La Ley de Consolidación de la Deuda de 1991, en virtud de la cual se emiten los *Bocones*.
- Se renegocia el total de la deuda con acreedores oficiales.

Enero 1991

- (día 29) Anuncio de un sistema de "target zone". Inicialmente se establece el tipo de cambio con el dólar entre 8000 australes y 10000 australes¹.

Marzo 1991

- Diseño del Plan de Convertibilidad por parte del ministro de economía Domingo Cavallo.
- (día 8) Las regulaciones de financiación y prefinanciación de "promoción de exportaciones" se estrechan, se pretenden abolir los impuestos que distorsionan el comercio exterior.
- (día 22) Todos los impuestos a las exportaciones se eliminan (excepto los de semillas de girasol y soja).
- (día 19) El sistema de cambio unificado se sustituye por un sistema "peg to the dollar" y la parte inferior de la banda de intervención se eleva para estrechar ésta, pasa a estar entre los 9700 australes y 10000 australes por dólar.
- Introducción de una estructura arancelaria escalonada. El arancel promedio cae un 10%².

Abril 1991

- (día 1) Entrada en vigor de la ley n° 23.928 de convertibilidad.
- Las tasas de interés comienzan a descender.
- (día 1) Se modifica el régimen arancelario³.

¹ Posteriormente esta banda se estrecha a finales de marzo.

² Con aranceles del 0% para materias primas, 11% para insumos intermedios y 22% para bienes manufacturados finales.

³ El nuevo esquema arancelario quedó de la siguiente forma:

- 0% para bienes de capital no producidos en Argentina, obras de arte, títulos bancarios y moneda.
- 5% para bienes no producidos en Argentina, alimentos y bienes minerales (no producidos en Argentina).
- 13% para bienes producidos en Argentina y bienes intermedios.
- 22% para productos finales manufacturados localmente (incluidos los bienes de capital).
- 25% para electrodomésticos (incluidos los audiovisuales).

- (día 1) La prohibición de importar automóviles se sustituye por una cuota.
- (día 8) Los requerimientos que aún quedaban referentes a procedimientos de exportaciones, se eliminan.

Mayo 1991

- (día 1) Modificación del esquema impositivo; el pago del impuesto del 7% del valor de las exportaciones se hará en metálico, desapareciendo la posibilidad de abonarlo con bonos nominados en australes.

Septiembre 1991

- (día 3) Se introduce un régimen de financiación de exportaciones de forma temporal. Introduce diferencias respecto al anterior régimen; restricciones en relación a las cantidades que se pueden usar, productos que se pueden financiar...
- (día 19) Acuerdo de consolidación de la deuda con organismos oficiales por 744 millones de dólares.

Noviembre 1991

- (día 1) Se elimina el impuesto del 3% sobre el valor f.o.b. de las exportaciones.

1992

Líneas generales

- Se reestructura el total de la deuda con acreedores oficiales.
- La reestructuración de la deuda exterior argentina va a permitir a los bancos comerciales un mayor acceso a los mercados internacionales de capital.
- Primeras protestas de los sindicatos.
- Sustitución del austral por el peso (10.000 australes = 1 peso)
- Nueva ley que modifica la Carta Orgánica del Banco Central. Medida que completa la reforma monetaria y dota de independencia total al Banco Central de la República de Argentina.
- A partir de este año el déficit por cuenta corriente se va a hacer creciente.

Enero 1992

- Sustitución del austral por el peso.

Julio 1992

- (día 21) Se reestructura la deuda con el *Club de París* por valor de 2589 millones de dólares⁴.

Septiembre 1992

- Nueva Carta Orgánica del Banco Central de la República de Argentina⁵.

Noviembre 1992

- El gobierno garantiza el reembolso de los impuestos por exportaciones⁶.

Diciembre 1992

- Paro general ante el anuncio de cambios en la negociación colectiva.

⁴ La consolidación no incluye retrasos y si incluye la deuda consolidada anteriormente.

⁵ Esta Nueva Carta establece cuales van a ser los objetivos principales del Banco Central:

- Preservar el valor de la moneda nacional.
- Como objetivos secundarios aparecen la regulación de la cantidad de dinero, el control del sistema bancario, la administración de las reservas y el papel financiador del gobierno.

⁶ En el fondo se trata de una subvención encubierta a las exportaciones y supone un paso atrás en la liberalización del sector comercial.

1993

Líneas generales

- Renegociación y acuerdo en el marco del *Plan Brady* que se completa finalmente en 1994.
- El gobierno se muestra impotente ante el déficit comercial e introduce restricciones a las importaciones.
- Aprobación de la reforma del Sistema de Pensiones, que se hará efectiva en Julio de 1994.

Abril 1993

- Acuerdo multilateral con los bancos comerciales⁷.

Mayo 1993

- Cierre del BANADE (Banco Nacional de Desarrollo).

Septiembre 1993

- Aprobación por el Congreso de la reforma del Sistema de Pensiones.

1994

Líneas generales

- A finales de año se hace sentir la repercusión de la crisis mexicana y se pone de manifiesto la fragilidad del sistema bancario.
- Hasta este año (y desde 1991) se había dado un gran desarrollo del sector bancario.
- Se completan las negociaciones en el marco del *Plan Brady*.
- Algunos problemas tales como el comportamiento del ahorro doméstico, el papel de las políticas fiscales, problemas en el mercado laboral... se hacen visibles desde principios de año.
- Entrada en vigor de la reforma del sistema de pensiones. Comienzan a operar los Fondos de Pensiones privados.

Julio 1994

- Entrada en vigor de la reforma del Sistema de Pensiones.

Agosto 1994

- Comienzan a operar los Fondos de Pensiones privados.

⁷ En terminología del Banco Mundial se trata de un "DDSR agreement".

Apéndice V
Calendario chileno

Apéndice V

Calendario Chileno

1989

Líneas generales

- Decisión de ampliar la *banda de flotación* con el dólar a mediados de año (del más/menos 3% al más/menos 5%). Esta medida origina una devaluación real de 7,3% durante 1989.
- Se efectúan aumentos progresivos de los tipos de interés con el fin de desacelerar la economía, esto ocurre a partir del 2º trimestre del año y el instrumento de manejo de las tasas de interés será el de los depósitos a 90 días.
- Se fijan los precios de compra y venta de las divisas por parte del Banco Central, los cuales determinan una banda en el interior de la cual el *tipo de cambio medio bancario* fluctúa libremente.

Junio 89

- Fijación de los precios de compra y venta de divisas por parte de la autoridad monetaria.

Diciembre 1989

- Entrada en vigencia de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central. Implica una reforma de esta institución.

1990

Líneas generales

- La evolución de la economía chilena en 1990 estuvo fuertemente determinada por la política de ajuste (con el fin de corregir los desequilibrios que se gestaron en los años anteriores a la raíz del excesivo crecimiento del gasto interno), según el BC de Chile.
- La entidad emisora aumentará con este fin las tasas de interés de todos sus papeles (en especial sus *PRBCs* a 10 años).
- Por primera vez una compañía chilena utiliza el sistema de captación de fondos externo *ADR*, se trata de la Compañía de Teléfonos de Chile, que coloca acciones en la bolsa de Nueva York por valor de 92 millones de dólares.
- Se ponen en marcha determinadas medidas relacionadas con el régimen de cambio; promulgación del nuevo CNCI (Compendio de Normas de Cambios Internacionales) y otras modificaciones del sistema cambiario que otorgan una mayor libertad en el sistema de cambios (la eliminación del plazo mínimo de 120 días para la cobertura de importaciones, el aumento del plazo de retorno de las divisas de exportación de 90 a 120 días... entre otras medidas).
- Dentro de las medidas citadas anteriormente se incluye otra innovación importante; la aprobación de las normas relativas a la adquisición, por personas residentes en el exterior, de acciones de sociedades anónimas nacionales y la ya mencionada emisión de títulos que pueden comercializarse en las bolsas oficiales extranjeras (*ADRs*).
- El primer año que comienzan a darse un fuerte aumento de los flujos financieros hacia el país (inflows).
- A mediados de año ya existen presiones que deprecian el tipo de cambio y hacen que este se sitúe en la parte baja de la banda de flotación. El Banco Central realiza la compra de 1500 millones de dólares con el fin de invertir esta tendencia.

Enero 1990

- A principios de mes el Banco Central decide aumentar sustancialmente las tasas de interés de sus instrumentos con el fin de frenar la demanda agregada.

Abril 1990

- El mercado comienza a mostrar tasas de interés descendentes.
- Promulgación del nuevo CNCI.

Junio 1990

- (día 1). El Banco Central suspende la venta de los *PRCs* a largo plazo. Las tasas de interés comienzan a retornar a niveles más moderados.

Agosto 1990

- (día 17). El Banco Central deja de vender los *PRBCs* a 180 días y a un año y reduce a 8,2% (desde el 8,7% al 8,2%) la tasa anual de los *PRBCs* a 90 días.

Octubre 1990

- (día 31). Nueva reducción del de interés de los *PRBCs* a 90 días que se sitúa en el 7,2%.

Noviembre 1990

- (finales de mes). Nueva reducción de la tasa de los *PRBCs* a 90 días, que se sitúa en el 6,8%.

1991

Líneas generales

- Continúan las fuertes afluencias de flujos de capitales. Si bien la cuenta financiera contabiliza una caída de estos, se produce un sospechoso aumento de la cuenta errores y omisiones.
- Se introducen las primeras medidas para limitar dichos flujos financieros.
- Comienzan a esterilizarse los efectos monetarios de estos "inflows" (entradas de capital), a través de operaciones en el mercado abierto.
- Durante este año también se va a producir una mayor permisibilidad para las salidas de capitales al exterior (outflows).
- Empiezan a recuperarse los niveles de financiación a través del sistema accionario que existían antes de la crisis de 1982.
- Según el Banco Central de Chile lo más destacable de la positiva evolución de la economía chilena es la reducción de la tasa de inflación y la recuperación del dinamismo del producto.
- El Banco Central continúa disminuyendo las tasas de interés reales.
- Intento de la entidad emisora por aumentar el papel del mercado en la fijación de los tipos de interés a mayor plazo, concretamente de sus *PRBC* a un año.
- Se realiza una rebaja de aranceles que facilita la caída de la inflación.
- Modificación del Capítulo XIX del CNCI, autorizando a los inversores extranjeros que hubiesen ingresado capitales bajo esta normativa, a remesar su capital a partir del cuarto año desde su ingreso, si previamente se entrega al Banco Central un porcentaje sobre la inversión total.
- Flexibilización de la normativa que regula la inversión en el exterior de personas físicas y jurídicas (Capítulo XII del CNCI).
- Extensión de los plazos máximos en que los exportadores pueden efectuar sus retornos y liquidaciones de divisas.

Enero 1991

- Se modifica el tipo de interés por encaje y captaciones a plazo en moneda nacional. Con anterioridad se pagaba por la parte de la variación del IPC del mes anterior que excedía del 1,5% mensual. A partir de este momento se remunera la totalidad de la variación del IPC del mes anterior al periodo del encaje.
- (día 30). Se reduce el tipo de interés de los *PRBC* a 90 días desde el 6,8% al 6,5% anual.

Febrero 1991

- El Banco Central autoriza a las empresas bancarias a adquirir en el mercado exterior activos financieros de bajo riesgo hasta un monto equivalente al 25% de los depósitos a plazo en moneda extranjera captado por el público¹.
- (día 20). Se vuelve a reducir el tipo de interés de los *PRBCs* a 90 días (la última vez había sido en el mes de enero) del 6,5% al 6,2% anual.
- Se modifica la reajustabilidad del tipo de cambio para el período comprendido entre el 1° de marzo al 9 de abril (ambos días inclusive)².

¹ Estas inversiones pueden constituirse en depósitos a plazo, *certificados de depósito*, aceptaciones bancarias, letras del Tesoro de los Estados Unidos de América, *Euronotas* y *papel comercial* a corto plazo (de gobiernos extranjeros o de empresas estatales extranjeras de bajo riesgo), bonos de tasa fija o flotante (de una madurez máxima de cinco años, de bancos extranjeros, de gobiernos extranjeros o de empresas públicas extranjeras) también de bajo riesgo.

Marzo 1991

- El Banco Central reintroduce los PRBCs a un año³ (los había dejado de vender en agosto de 1990).
- El Banco Central autoriza a los bancos comerciales a utilizar los recursos propios equivalentes al 30% de los depósitos a plazo en moneda extranjera captados por el público en el financiamiento de operaciones de comercio exterior.
- Se elimina el descuento por inflación externa en la revisión del dólar acuerdo (será durante cuatro meses, desde principios de marzo hasta finales de junio).
- (día 18). Se rebaja el tipo de interés de los PRBC a 90 días del 6,2% al 5,7% anual.

Abril 1991

- El Banco Central autoriza a los bancos comerciales a utilizar los recursos propios equivalentes al 40% de los depósitos a plazo en moneda extranjera captados por el público en el financiamiento de operaciones de comercio exterior.
- Se efectúan revaluaciones compensatorias del tipo de cambio dólar acuerdo, a comienzos y a finales de mes, ambas del 0,7%⁴.
- Modificación del Capítulo XIV Título I del CNCI. Se traspa al mercado cambiario informal la liquidación de cierto tipo de divisas⁵.
- Se rebaja de 10 a 3 años el plazo para remesar capital de los inversores extranjeros acogidos al Capítulo XIX del CNCI⁶ y se ofrece la posibilidad de repatriar capitales con anterioridad a los plazos establecidos las utilidades correspondientes a la proporción de capital que sea autorizado para ser repatriado anticipadamente.
- Se acuerda la extensión del plazo máximo de retorno de las exportaciones de 120 a 150 días.
- Eliminación de la obligación de liquidar en el mercado cambiario formal las divisas provenientes de las ventas efectuadas a extranjeros con tarjetas de crédito.
- Aumento de 1000 \$ a 2000 \$ el monto unitario de embarques de exportación que no tiene obligación de retorno.
- Se elimina la obligación de presentar factura de importación para las importaciones menores.
- Se elimina la obligación de rendir cuenta por el 5% de los retornos que los exportadores destinan al exterior, aunque manteniendo el tope de 500 mil \$ anuales.
- Se modifica el capítulo XII del CNCI, permitiéndose que las inversiones en el extranjero se puedan efectuar con divisas adquiridas en el mercado informal⁷.

² El tipo de cambio será igual al vigente el 28 de febrero reajustado a partir del día 1 de marzo en un equivalente a la variación diaria de la *Unidad de Fomento*.

³ En esta ocasión el procedimiento de fijación de la tasa de interés de este instrumento permite a los agentes del mercado una mayor participación (no como el procedimiento anterior de "ventanilla abierta"). Se trata de un procedimiento de licitación, si bien existe la posibilidad de declarar desierta ésta.

⁴ El tipo de cambio acuerdo se reduce en 0,7% el día 3 de abril, fijándose la reajustabilidad diaria equivalente a la Unidad de Fomento hasta el día 9 de mayo. A finales de abril el dólar acuerdo se vuelve a reducir un 0,7% y se reajusta desde el 1 de mayo hasta el 9 de julio según la variación de la UF. Esta modificación implicaría que el dólar acuerdo alcanzaría el mismo valor que habría tenido de no mediar ninguno de los ajustes previos realizados durante el año.

⁵ En concreto, las procedentes de créditos externos cuyo pago sea inferior o igual a 180 días, con la exigencia única de informar al Banco Central del ingreso de los créditos, así como de su pago de capital e intereses.

⁶ A condición de entregar un porcentaje sobre la inversión total al Banco Central.

⁷ En tal caso no se requiere autorización previa del Banco Central, si bien existe la obligación de informar a éste.

Mayo 1991

- El Banco Central autoriza a los bancos comerciales a utilizar los recursos propios equivalentes al 60% de los depósitos a plazo en moneda extranjera captados por el público en el financiamiento de operaciones de comercio exterior.

Junio 1991

- Establecimiento de un impuesto de timbres y estampillas por la cantidad del 1,2% del endeudamiento externo.
- (día 15) Se establecen requerimientos de caja del 20% para todos los nuevos créditos externos⁸.
- (día 15) Rebaja de los aranceles ad-valorem sobre importaciones del 15% al 11%.
- Se permite a los bancos financiar, con sus propios recursos, operaciones de comercio exterior entre terceros países pertenecientes a la ALADI, por monto equivalente al 25% de sus depósitos a plazo en moneda extranjera.
- A finales de mes se vuelve a introducir el descuento por inflación en la revisión diaria del valor del dólar acuerdo.
- (día 17). Se reduce en un 2% el tipo de cambio del dólar acuerdo.
- (día 20). Los créditos garantizados por bancos comerciales extranjeros a bancos comerciales chilenos como parte de paquetes de créditos reestructurados, están exentos del requerimiento de reservas del 20%.

Julio 1991

- (día 11) Extensión del requerimiento de caja a los créditos externos existentes.
- Se ofrece la opción a las entidades financieras de cancelar inicialmente o de una sola vez el recargo financiero equivalente al costo que significaría el encaje del 20% a los créditos externos⁹.
- Se establece como único criterio para la autorización de acceso al crédito interno a que puedan optar los inversores extranjeros que se acojan al artículo 11 bis del DL 600¹⁰.
- Modificación del Capítulo VIII del CNCI referido a los contratos de *futuros* y *opciones* de productos y de moneda extranjera, permitiendo de esta forma una mayor cobertura¹¹.

Agosto 1991

- Se amplía de 90 días a 150 el plazo para liquidar los anticipos de comprador que reciban los compradores como producto de sus ventas en el exterior.
- Se autoriza a la banca la utilización adicional de líneas de crédito exterior para financiar operaciones de exportación de terceros países de la ALADI.

Septiembre 1991

- Modificación de la normativa financiera respecto a las cuentas de ahorro a plazo, cuentas de ahorro a la vista y cuentas de ahorro a plazo con giros diferidos. Las operaciones podrán ser realizadas con o sin libreta y tanto los giros como los depósitos podrán realizarse a través de cajeros automáticos.
- Incorporación de un nuevo Capítulo al CNCI (Capítulo XXIV)¹².

⁸ Se exceptúan los créditos comerciales. La incidencia del costo del encaje (20%) es decreciente para operaciones a más de un año plazo. El encaje se establece por un plazo mínimo de 90 días y máximo de un año. Se constituye en moneda extranjera en el Banco Central, no percibe remuneración y es aplicable a todos los créditos para materializar el embarque. Tampoco quedan afectas a encaje las cobranzas.

⁹ Esta medida se diseña teniendo en cuenta la cuantía de los créditos asociados a la inversión vía DL 600, resolviendo los eventuales problemas de liquidez ocasionados por el encaje.

¹⁰ Que el monto del crédito interno no supere el 20% de la inversión total y que el inversor acepte no amparar en dicho artículo retornos equivalentes a la proporción que represente la relación de crédito interno sobre la inversión total. Este acuerdo favorece aquellos proyectos de inversión extranjera de montos superiores a 50 millones de dólares.

¹¹ Incorporando operaciones fuera de bolsa, principal a principal, como asimismo posibilitando que todas aquellas personas físicas o jurídicas residentes en el país que tengan riesgo por operaciones en el exterior, ya sea en el precio de los bienes y/o moneda extranjera, puedan cubrirse mediante contratos de *futuros* y *de opciones*.

Octubre 1991

- Incorporación del Capítulo III. B.3 al Compendio de Normas Financieras sobre Inversiones en Instrumentos Financieros por las Instituciones de Previsión Social¹³.
- (día 14) Se modifica el Capítulo XIX de la CNCI autorizando a los inversores extranjeros a solicitar y convenir su remesa de capital con el Banco Central antes de cumplido el tercer año¹⁴.

Noviembre 1991

- (día 8). Se reduce el tipo de interés anual de los *PRBC* a 90 días, del 5,7% al 5,2%.
- A partir del día 10 se reduce la tasa de inflación externa anual utilizada para determinar el valor del dólar acuerdo (pasa del 3,7% al 2,4%).
- Se modifica el Capítulo XXVI del CNCI, autorizando la colocación, transacción y cotización de títulos mediante el mecanismo de *ADRs* no sólo en las bolsas oficiales extranjeras sino también en forma privada.

Diciembre 1991

- (día 23). Se reducen los tipos de interés de los *PRBCs* a 90 días, del 5,2% al 4,7% anual.
- Pago de 204 millones de dólares del fisco al Banco Central (por deuda mantenida con éste).
- Introducción de modificaciones en el procedimiento de licitación de pagarés reajustables (*PRBs*) y pagarés reajustables en cupones (*PRBCs*). Se da paso a la denominada licitación "a la holandesa"¹⁵.
- Modificación del Capítulo I y XIV del Título I del CNCI. Se agrega el oro (*onza troy*) como unidad de cuenta para registrar o pactar la reajustabilidad de los créditos externos.
- Se exceptúa la obligación en el mercado cambiario formal aquellas líneas de crédito externo cuyo destino sea otorgar créditos a residentes en el exterior para el financiamiento de exportaciones desde o hacia Chile, independientemente del plazo de estos últimos¹⁶.

1992

Líneas generales

- A mediados de este año se ve completado el proceso de intensificación y desarrollo de los controles de capital.
- Apreciación del peso durante el año. Durante el año el *dólar acuerdo* se mantendrá sobre el *piso de la banda*, sin embargo van a ser pequeñas las necesidades de esterilizar¹⁷.
- Sucesivas alzas de los documentos que emite el banco central, con el fin de evitar una expansión del gasto.

¹² Trata sobre las condiciones generales a que deben ajustarse las convenciones en que se establezca el régimen cambiario aplicable a los contratistas que celebren contratos especiales de operación para la exploración o explotación o beneficio de yacimientos de hidrocarburos.

¹³ Dichas instituciones podrán invertir en pagarés de Tesorería, documentos del Banco Central, letras hipotecarias y depósitos y captaciones a plazo emitidos por los bancos y sociedades financieras.

¹⁴ Autorizando a los inversores extranjeros (que hubiesen ingresado sus capitales de conformidad a este Capítulo) a solicitar y convenir la remesa de su capital (total o parcial) con el Banco Central antes de cumplido el tercer año. No obstante, se mantiene el plazo de 3 años cumplidos para remesar el capital las utilidades al exterior. En realidad se trata de una autorización a los inversionistas extranjeros a realizar la venta de sus inversiones a residentes, previo pago de una tasa al Banco Central.

¹⁵ Con anterioridad se pagaba a cada oferente su propia tasa implícita, en la medida en que estuviera igual o por debajo de la tasa de corte. Ahora se pagará la misma tasa implícita en el precio de oferta de la licitación de corte a todos aquellos participantes que estuviesen igual o sobre aquel.

¹⁶ Con anterioridad a la norma regía sólo para créditos de plazos iguales o inferiores a 180 días.

¹⁷ En el sentido de que no será necesaria la compra de divisas a las instituciones bancarias a los niveles de 1991, se realizarán pero a niveles muy inferiores.

- Durante el año se observan casos extremos de volatilidad del dinero en el corto plazo (en concreto de M1). Explicado esto en cierta parte por la caída de la *UF*.
- El crédito va a ser claramente contractivo, esterilizando el efecto expansivo de las operaciones de cambio mediante la colocación de pagarés por parte del banco central.
- A finales de año se inicia un proceso de ajuste económico con objeto de controlar la inflación.

Enero 1992

- El encaje bancario se extiende a los depósitos bancarios en moneda extranjera (a la vista y a plazo).¹⁸
- (día 23). El dólar acuerdo se disminuye en un 5%¹⁹ y se realiza un aumento del más/menos 10% de la *banda de fluctuación*.
- Además de las licitaciones de los *PRBCs* a un año se inician las licitaciones de *PRCs* a cuatro años plazo.
- Se fija en el 1,5% el límite máximo a que estarán sujetos los fondos de pensiones para determinadas inversiones²⁰.

Febrero 1992

- Modificación del procedimiento de licitación de los *PRBCs* a un año y los *PRCs* a 4 años y el banco central se compromete a no declarar desierta ninguna licitación.²¹
- Se acuerda ofrecer a los tenedores de pagarés por operaciones de conversión de deuda exterior la opción de sustituir sus pagarés expresados en dólares según el *tipo de cambio de acuerdo*, por pagarés expresados en dólares según el *tipo de cambio observado*.²²
- Se modifican los criterios para el acceso al crédito interno por parte de las inversiones amparadas en el Artículo 11bis del *DL 600*.²³

Marzo 1992

- Comienzan (hasta noviembre) a incrementarse los tipos de interés, con el fin de frenar la demanda privada.
- Se les pasa a permitir a los exportadores a tomar el 10% de sus ingresos por exportación en moneda extranjera.
- Se aumentan a 150.000 *UF* y 250.000 *UF* los montos mínimos que se compromete a adjudicar el banco central en cada liquidación de *PRBCs* a un año y *PRCs* a 4 años respectivamente.
- (día 31). Suben los tipos de interés de los *PRBCs* a 90 días del 4,7% al 5,2% anual.
- Se incrementa en 100% el monto máximo de la posición de cambios que pueden mantener las empresas bancarias, se trata con esta medida de flexibilizar el manejo de divisas por parte de las instituciones bancarias.

¹⁸ Se hace vigente a partir del día 23 y se hará cumplir de forma gradual en 6 meses.

¹⁹ Sin embargo no se modifica la modalidad de variación diaria del dólar acuerdo.

²⁰ En concreto: inversiones en títulos de crédito y valores o efectos comerciales emitidos o garantizados por estados extranjeros, bancos centrales y entidades bancarias extranjeras o internacionales que:

- Estén aprobados por la CCR (Comisión Clasificadora del Riesgo).
- Se transen diariamente en los mercados internacionales.
- Cumplan con las características que señale el RIFPE (Reglamento de Inversión de los Fondos de Pensiones en el Extranjero).

²¹ Entre las ofertas que participen en dichas licitaciones, un mínimo de 100.000 *UF* en cada una de ellas. Esto implica no declarar desierta ninguna licitación.

²² Dentro de un plazo de 6 meses y mediante licitaciones.

²³ Este artículo favorece aquellos procesos de inversión extranjera superiores o iguales a US\$ 50 mill. El monto del crédito a que podrá recurrir durante la ejecución, desarrollo y vigencia de estos proyectos de inversión será de un 25% de la inversión externa que se encuentre materializada y vigente. Una proporción similar de los retornos deber regirse por el régimen general aplicable a las exportaciones.

- Se aumenta del 5% al 10% (con un tope de US\$ 5 mill.) el porcentaje de deducción del monto neto de la obligación de retorno que los exportadores pueden efectuar al momento de la liquidación de las respectivas divisas. También se aumenta el monto (de US\$ 1000 a 2000) por el cual no existe obligación de retorno y liquidación de divisas en operaciones de exportación con carácter ocasional.
- Simplificación al acceso de la compra de divisas.²⁴
- Se permite (bajo ciertas condiciones) la adquisición anticipada de divisas en caso de compromiso de pago al exterior por deudas debidamente registradas en el banco central.
- Se agrega la plata (*onza troy*) como unidad de cuenta para registrar o pactar la reajustabilidad en los créditos externos.²⁵
- Se establece la opción de que el banco central efectúe compras o ventas de divisas al interior de la banda de flotación.²⁶

Abril 1992

- (día 2). El banco central comienza a licitar los *PRCs* a 6, 8 y 10 años.²⁷
- (a partir del día 9). El banco central comienza a licitar los *PRBC* a un año con garantía de 350.000 *UF*.
- Se sustituye la norma vigente sobre el límite al descalce de operaciones activas y pasivas en *UF* de los bancos y sociedades financieras.²⁸
- Reducción del 2,4% al 1,2% anual del descuento en concepto de inflación externa para el cálculo mensual del valor del *dólar acuerdo*.
- Entrada en vigor de la modificación de los criterios de acceso al crédito interno establecido en el Artículo 11 bis del *DL 600*.²⁹

Mayo 1992

- Se modifican las normas relativas al encaje aplicado al endeudamiento en divisa (endurecimiento)³⁰.
- Las necesidades de esterilizar son mayores debido a la proximidad del *tipo de cambio observado* al *piso de la banda*.
- A partir de las licitaciones del día 5, el banco central se compromete a adjudicar 200.000 *UF* en cada licitación de *PRCs* a 6, 8 y 10 años.

²⁴ En concreto en el pago e ciertos servicios en el exterior y otros rubros de egresos personales (incluyendo cuotas de viaje).

²⁵ Así mismo se permite el servicio de los créditos con exportaciones de plata (previa prueba de los retornos y liquidación por parte del banco central).

²⁶ Cuando así se determine y con el objeto de suavizar las fluctuaciones indeseadas del tipo de cambio. La realidad es que ya se había intervenido en años anteriores en el interior de la banda mediante la compra de divisas (dólares) en el mercado cambiario.

²⁷ A demás de los *PRBCs* a un año, *PRCs* a 4 años que ya licitaba. Por otro lado el banco central se compromete a adjudicar un mínimo de 100.000 *UF* de los nuevos instrumentos en cada licitación.

²⁸ Se sustituye por una norma sobre límite al descalce en moneda chilena no reajutable, dándose mayor holgura al sistema financiero.

²⁹ Exime de la obligación de retornar bajo el régimen general, cuando el crédito interno utilizado represente una porción igual o menor al 2% de la inversión extranjera materializada y vigente.

³⁰ Dichas modificaciones afectan a:

- Obligaciones en moneda extranjera de empresas bancarias (distintas a las del *Capítulo XIV* del *CNCI*) la tasa de encaje pasa del 20% al 30% y cambia la modalidad de cómputo de dicho encaje (de días hábiles a días corridos).
- Créditos externos que ingresan en el país al amparo del *Capítulo XIV* del *CNCI*, se uniforma el plazo de retención en un año.

- Liberalización de algunas salidas de capitales a través de la incorporación al Capítulo XIV del CNCI de las normas para que los residentes en el país puedan obtener créditos externos vía colocación de bonos en el exterior.³¹
- Liberalización de algunas salidas de capitales a través del establecimiento de la normativa cambiaria y financiera para que los fondos de pensiones puedan invertir en el exterior 1,5% del fondo (como límite máximo) en concordancia con el reglamento publicado por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.
- Se otorga la opción a los inversionistas extranjeros acogidos al Capítulo XIX del CNCI para remesar al exterior las utilidades generadas por sus inversiones en un plazo menor al establecido.³²
- Establecimiento de una línea de crédito en dólares para crédito de liquidez para la constitución del encaje por parte de instituciones bancarias.
- Se establecen determinados límites a la liquidación por parte de bancos de depósitos en moneda extranjera de terceros normada en el Capítulo V.B.2 del CNF (Compendio de Normas Financieras).

Junio 1992

- A contar de las licitaciones del día 16, el banco central se compromete a adjudicar 275.000 UF en cada licitación de PRCs a 4, 6, 8 y 10 años.
- Se derogan a partir del primero de mes los Capítulos IV.D.2, IV.D.2.1, IV.F, IV.F.1 y IV.E.1 del CNF.³³

Julio 1992

- Prosigue el intento liberalizador de "outflows".
- A partir del día 6 entra en funcionamiento la nueva regla cambiaria, en la que el dólar norteamericano, el marco alemán y el yen japonés ponderan respectivamente un 50, 30 y 20 por ciento en la canasta de monedas a que está vinculada la cotización del peso chileno.³⁴
- A contar desde las licitaciones del día 8, el banco central se compromete a adjudicar 300.000 UF en cada licitación de PRCs a 4, 6, 8 y 10 años.
- Se liberalizan las operaciones de arbitraje de divisas que realizan los bancos.³⁵
- Entrada en vigor de la derogación de los Capítulos IV.D.2, IV.D.2.1, IV.F, IV.F.1 y IV.E.1 del CNF ya comentados.
- Se reemplazan algunas normas contenidas en el Capítulo VII del Título I del CNCI.³⁶

³¹ Los emisores deberán acreditar solvencia A (según clasificación por la CCRAFP (Comisión Clasificadora de Riesgo de las Administradoras de Fondos de Pensiones)).

³² Al establecimiento en la norma general vigente hasta la fecha. Opción que podrá ejercitarse hasta el 30 de abril del 1993.

³³ Aquellos que se referían a los subsistemas de fuentes y usos de fondos del sistema financiero. En concreto los Capítulos IV.D.2 y IV.D.2.1 reglamentaban, entre otros, los usos que las instituciones financieras podían dar a las divisas procedentes de los créditos ingresados con posterioridad al 31 de enero del 83. Los Capítulos IV.F y IV.F.1 se referían a los usos que las instituciones financieras podían dar a los recursos principalmente de aportes de capital ingresados al amparo del DL 600. El Capítulo IV.E.1 normaba las operaciones de compra de dólares con pacto de recompra (*swaps*).

³⁴ El cambio de ponderación de la canasta pretende dar mayor independencia a la política monetaria respecto a la realizada por los Estados Unidos. Las nuevas ponderaciones reflejan en mayor medida la importancia de las mencionadas monedas en el comercio chileno. Por otro lado se fija el valor de la citada canasta en 271,41 pesos. El valor de dicha canasta es corregido diariamente en la variación que experimente la UF, deduciendo de ésta el equivalente diario de la tasa de inflación externa (que determina el banco central).

³⁵ Se permite la toma de posiciones de distintas divisas, sin límite fijado y sin necesidad de justificar las operaciones que se realizan con las mismas. Se encuadra en un conjunto de medidas para dar mayor profundidad al mercado cambiario.

- Se modifican las normas para la colocación de bonos en el exterior.³⁷

Agosto 92

- La tasa de encaje para los créditos ingresados en el país al amparo del Capítulo XIV del Título I de la CNCI por parte de empresas no financieras pasa del 20% al 30%.
- Desde el día 19 aumentan los tipos de interés de los *PRBCs* a 90 días, del 5,2% al 5,7% anual.³⁸
- Comienzan a regir las nuevas normas relativas a compraventa de *forwards* y *swaps* de moneda extranjera reemplazadas el mes pasado.
- Se autoriza a los inversionista extranjeros acogidos al Capítulo XIX del CNCI a remesar capital y utilidades antes del plazo mínimo establecido.³⁹
- Se amplía el margen del 1,5% al 3% de inversiones que los fondos de pensiones pueden realizar en el exterior. Comienza a regir el primero de octubre.
- Se aumenta a 100.000 US\$ el monto máximo de informes de importación que no requieren ser presentados al banco central antes de realizar el embarque.

Octubre 1992

- Se autoriza a las compañías de seguros a acudir al *mercado primario* para comprar *PRBCs*, *PRCs* y *PTFs*.⁴⁰
- Se disminuye en un 50% la remuneración que paga el banco central por el encaje (de depósitos a plazo en moneda nacional). También se reduce la remuneración pagada por la reserva técnica.
- Comienza a regir el aumento de margen del 1,5% al 3% de inversión de fondos de pensiones acordado el mes de agosto.
- Modificación de los Capítulos XIV, XXVI del Título I del CNCI, que permitirá la obtención de créditos externos por vía de la colocación de bonos convertibles en acciones en el exterior.⁴¹
- Se duplica (de 2 a 4 meses la posición de cambios promedio del mes precedente) el monto máximo de las líneas de crédito de liquidez otorgadas por el banco central en moneda extranjera.
- Se aumenta el costo financiero del encaje en dólares para los créditos ingresados al amparo del Capítulo XIV del CNCI que se acojan al mecanismo sustitutivo de constitución de encaje.⁴²
- Se modifican los criterios de acceso al crédito interno para inversiones amparadas en el artículo 11 bis del *DL 600*.⁴³

³⁶ Relativas a la compraventa, arbitrajes a futuro (*forward*), *swaps* de monedas extranjeras. Los cambios se enmarcan igualmente en un conjunto de medidas para dar mayor profundidad al mercado monetario y entran en vigor a partir de 3 de agosto de 1992.

³⁷ Letra I del Capítulo XIV del Título I del CNCI. Se requiere del emisor que:

- Acredite categoría A de solvencia por parte de la CCRAFP.
- Sus acciones puedan ser adquiridas por los fondos de pensiones.

³⁸ Se trata de una medida para reducir los repuntes de inflación que se vienen produciendo.

³⁹ Condicionado a:

- Pago de una suma equivalente al 3% del capital invertido.
- Firma de una convención por la cual el inversor renuncia a su derecho de adquirir divisas en el Mercado Cambiario Formal.

⁴⁰ Ya sea vía ventanilla o a través del mecanismo de licitación.

⁴¹ Se requiere del emisor:

- Acreditar la categoría A de solvencia por parte de la Comisión Clasificadora de Riesgo de las Administradoras de Fondos de Pensiones.
- Que sus acciones puedan ser adquiridas por los fondos de pensiones.

⁴² Del costo del *LIBOR* más 2,5 pasa al costo del *LIBOR* más el 4%.

⁴³ En adelante no habrá límite al uso del crédito interno en el período anterior a la puesta en marcha del proyecto y no será aplicable la obligatoriedad de retornar bajo el régimen general la porción que, respecto

Noviembre 1992

- (día 2). Sube el tipo de interés anual de los *PRBC a 90 días*, del 5,7% al 6,5%.
- Derogación de la disposición que exigía que las captaciones en moneda nacional reajustables según dólar observado sólo podían destinarse a colocaciones e inversiones a plazo en esa misma reajustabilidad.⁴⁴

Diciembre 1992

- Se exceptúa de la obligación de liquidación en el Mercado Cambiario Formal las divisas de las "cuentas de resultado" de las empresas bancarias que cumplan con determinados requisitos.⁴⁵
- Cese de la obligación de efectuar pagos a través de las cuentas abiertas en el banco central con objeto a los países con los cuales se mantienen Convenios de Crédito Recíproco.
- Modificación del Capítulo XXVI del Título I del CNCI, relativo a los *ADRS*.⁴⁶

1993

Líneas generales

- A finales de año la obligación del sistema bancario con el banco central se estimaba en 4 mil millones de dólares. (10% del PIB).
- Caída durante el año de los flujos de capitales privados a corto plazo, mientras que los flujos a largo y medio plazo registran un aumento.
- Se produce un aumento del número de empresas que cotizan en bolsa.
- El gobierno chileno no se ve en la necesidad de emitir Eurobonos durante 1993.
- Sostenida desaceleración del crecimiento del gasto en el transcurso del año. Al igual que se produce una marcada desaceleración del crecimiento económico.
- Comienzan a demandarse (fundamentalmente por parte de inversores institucionales – fondos de pensiones y compañías de seguros) instrumentos de deuda a largo plazo. El banco central comenzará a licitar periódicamente los *PRCs* a 12, 14 y 20 años.
- Durante el año el crédito será expansivo (al contrario que en 1992), contribuyendo al aumento de la emisión por un monto de 127 mil millones de pesos (0,7% del PIB).
- Las operaciones de cambios en términos netos pasaron a ser expansivas en 1993 (si bien en niveles inferiores a los de 1992) a pesar de que el fisco compró divisas al banco central con su superávit dejándolas depositadas en éste.
- El déficit por cuenta corriente se dispara, pasando del 2% del PIB en 1992 al 4,9%. Este déficit se ve financiado ampliamente por el superávit de la cuenta de capitales.
- A pesar del alto crecimiento del PIB (6%), durante el año se observa una fuerte desaceleración del crecimiento (7,8% en el primer trimestre y 3,7 en el último).

Enero 1993

- (día 14). Se amplía del 1% al 3% el margen de inversión de los fondos de pensiones en acciones suscritas de sociedades anónimas concentradas, aprobadas por la CCR (Comisión Clasificadora de Riesgo).

de la inversión extranjera materializada, represente el crédito interno utilizado cuando éste presente una proporción igual o menor al 5% de la misma.

⁴⁴ En adelante estas operaciones entran al límite general del calce en moneda extranjera, que señala que los activos en moneda extranjera no pueden exceder ni ser menores que los pasivos en moneda extranjera en más de un 20% del capital y reservas.

⁴⁵ Que:

- Se destinen a ser incorporadas a las reservas en moneda extranjera.
- Autorice la Superintendencia e Bancos e Instituciones Financieras.

⁴⁶ Para permitir que la fecha de la oferta internacional de los títulos pueda aproximarse lo más posible a la fecha de oferta preferente de las acciones del país.

Febrero 1993

- (día 11). A partir del 16 de febrero se comienzan a licitar dos veces por semana los *PRCs* a 12, 14 y 20 años.⁴⁷

Marzo 1993

- A finales de mes el margen con respecto al límite inferior de la banda se ampliará progresivamente. El dólar observado no está tan pegado al piso de la banda.⁴⁸
- (día 11). Se amplía a 90 días el plazo de liquidación de retornos por concepto de indemnizaciones de seguros, comisiones y otros productos de operaciones de comercio exterior.⁴⁹
- (día 11). El Banco Central deja de emitir Certificados de Origen, pasando dichos certificados a ser emitidos por la SOFOFA y el Ministerio de Agricultura según corresponda.

Abril 1993

- (día 1). El banco central reduce de 3 a 1 año el tiempo mínimo de permanencia de las divisa ingresada como aportes de capital al amparo del Capítulo XIV del CNCI.⁵⁰
- (día 22). Modificaciones a la normativa de cambios relativos a las operaciones de *futuros*, *opciones* y otros *derivados* de tasas de interés, de monedas y productos.⁵¹

Junio 1993

- Se establece una normativa transitoria (el día 3) en el CNCI que determina la clasificación de riesgo que deben cumplir las empresas bancarias o sociedades financieras y empresas no financieras para la colocación de bonos en el exterior.⁵²

Julio 1993

- (día 1). Se establece la tarifa a pagar por la custodia de títulos de *AFP* depositados en el banco central en el 0,34688 del valor mantenido en custodia el último día hábil de cada mes.⁵³
- (día 29). Se autoriza a las empresas bancarias y entidades financieras a elegir el día dentro del período de encaje en que no harán uso de su línea de crédito de liquidez en moneda nacional.⁵⁴
- (día 29). A contar desde este día el banco central podrá comprar a instituciones financieras pagarés descontables y pagarés reajustables.

⁴⁷ A razón de 200 mil *UF* por licitación y para cada plazo. Los *PRCs* a 4, 8 y 10 años mantienen sus cupos bisemanales de 300 mil *UF* cada uno. Las licitaciones de *PRCs* a 6 años (igual cupo) fueron discontinuadas. Estas medidas se deben a fines de que no se concentre el vencimiento de la deuda.

⁴⁸ Esto ocurrirá hasta el mes de diciembre en el que vuelve a estar muy pegado al margen inferior.

⁴⁹ Cuyas divisas sean destinadas a constituir depósitos a plazo en moneda extranjera en empresas bancarias establecidas en el país. Según el banco central esta medida está encaminada a la apertura de la cuenta de capitales.

⁵⁰ Con objeto de establecer una política concordante con las modificaciones introducidas en el *DL 600*.

⁵¹ Destinadas a dar mayor amplitud a la realización de dichas operaciones y simplificación de algunas exigencias. Según el banco central se trata como en el caso anterior de medidas destinadas a la apertura de la cuenta de capitales.

⁵² Teniendo en cuenta el proyecto de ley sobre la reforma del mercado de capitales.

⁵³ No obstante, ninguna *AFP* podrá pagar una tarifa inferior a 17 *UF* cada mes.

⁵⁴ Hasta la fecha las empresas bancarias y sociedades financieras estaban obligadas a no ocupar esta línea de crédito el último día hábil de cada mes.

Agosto 1993

- (día 1). Ampliación de la información del banco central, agregando información referente al Banco del Estado en la información que publica diariamente el Banco Central de Chile.
- (día 20). Suspendidas las licitaciones de *PRBCs* a un año y se reducen a dos las licitaciones de *PRCs* programadas para cada mes.⁵⁵
- (día 12). Se elimina el mecanismo de operaciones de descuento con terceros países.⁵⁶
- (día 12). Para efectos de determinar el encaje afecto en moneda extranjera, las entidades bancarias ya no podrán reducir de la suma de sus depósitos, captaciones y obligaciones, los saldos en moneda extranjera equivalentes a pagarés de terceros países miembros de la ALADI. Tan sólo se podrán seguir descontando los documentos vigentes hasta esa fecha.

Septiembre 1993

- (día 13). Publicación del reglamento de compra de pagarés del banco central con pacto de retroventa.⁵⁷

Octubre 1993

- (día 14). Se aumenta de 180 a 300 días el plazo de embarque de mercancías, contando desde la fecha de liquidación de las correspondientes divisas en el Mercado Cambiario Formal, para aquella exportaciones financiadas con anticipos de compradores del exterior.

Diciembre 93

- (día 30). Introducción de modificaciones en las normas de encaje, a contar desde el día 9 de enero de 1994.
- (día 30). Firma del contrato con el Depósito Central de Valores por el que éste se encargará de la custodia de los títulos que los fondos de pensiones mantienen en el banco central.
- (día 30). Se acuerda la tasa de interés que devengarán las cuotas de pago diferido de derechos de aduana durante el semestre que expira el 30 de junio de 1994. Este tipo de interés será del 8,2% en US\$.

⁵⁵ Las licitaciones de *PRBCs* a un año se venían dando dos veces por semana con un cupo de 350 mil *UF*.

⁵⁶ Se refiere al contemplado dentro de los Convenios de Créditos Recíprocos en el marco de la ALADI.

⁵⁷ Se contemplan dos formas de operación: por licitación y por ventanilla y en ambos casos las tasas, períodos y condiciones generales de la operación deben ser anunciadas en su oportunidad por el banco central.