

CAPÍTULO IX

LA REGULACIÓN DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL Y EL ENCAJE*

Hacia fines de los años ochenta, las entradas de capital privado comenzaron a retornar a América Latina (véanse Calvo, *et al.* 1993; Ffrench-Davis y Griffith-Jones, 1995; y Ocampo, 1994). Chile fue uno de los primeros países en atraer los nuevos flujos de capital extranjero, y uno de los que enfrentó la oferta más cuantiosa en relación con su tamaño. No cabe duda de que la reanudación de los flujos de capital, interrumpidos en los años ochenta, tuvo efectos positivos. Con ello se disminuyó la restricción dominante de divisas que afectó a la mayoría de los países durante la crisis de la deuda. Sin embargo, tanto la gran magnitud de las nuevas entradas de capital como su composición, propensa a la volatilidad, han causado problemas ante los cuales los países receptores han estado mal preparados.

En primer lugar, para que contribuyan al desarrollo de largo plazo, las entradas de capital deben conducir a un aumento significativo de la tasa de inversión, algo que, con la excepción de Chile, no ha ocurrido en la mayoría de los países de la región. Las autoridades chilenas sostienen que entre las razones que explican el mayor éxito obtenido en encauzar el capital extranjero hacia la inversión están las medidas para desalentar los flujos de corto plazo y la gran participación de la inversión extranjera directa (IED) en las entradas de capital. La experiencia chilena sugiere, en efecto,

* Basado en Agosin y Ffrench-Davis (2001). Agradecemos las observaciones de Stephany Griffith-Jones, Manuel Montes, Stephen Fidler, Cristián Ossa y otros participantes en seminarios en la Universidad de Sussex, Ministerio de Hacienda de Francia, y las Naciones Unidas en Helsinki (WIDER), Nueva York (DESA) y Santiago (CEPAL).

que cuando las entradas de capital adoptan la forma de IED, hay una mayor probabilidad de que la tasa de inversión se eleve, que cuando el capital extranjero llega en formas más líquidas o de corto plazo.

En segundo lugar, las entradas masivas plantean dilemas difíciles para las autoridades. Sin una intervención en los mercados de divisas y en ausencia de regulaciones sobre las entradas de capital, el tipo de cambio real se apreciará, lo que sería inconveniente desde el punto de vista de otros objetivos importantes; por ejemplo, fomentar el crecimiento y la diversificación de las exportaciones, lograr tasas de inversión interna elevadas, o cumplir metas respecto al déficit en cuenta corriente que sean consistentes con un volumen sostenible de entradas de capital. Por otra parte, la intervención en los mercados de divisas tiende a expandir la oferta monetaria interna y aumenta las dificultades para controlar la inflación.

Tercero, una proporción importante de los flujos recientes a los mercados emergentes ha consistido en capital líquido o de corto plazo. Ha habido dos componentes de las entradas de capital que tienen un carácter claramente cortoplacista, los créditos y depósitos a corto plazo, por una parte, y los flujos de cartera, por otra. En general, no se piensa en los flujos de cartera como capital de corto plazo, pero en la práctica lo son. Las inversiones de cartera pueden liquidarse prácticamente de inmediato y, por tanto, tienen plazos tan breves como el endeudamiento de corto plazo. Lo característico es que los inversionistas de cartera operen con información imperfecta, busquen la rápida apreciación del capital, y sean propensos a los efectos del contagio, ya sea en tomar posiciones o en liquidarlas. Esto ha quedado claramente de manifiesto en las crisis financieras que han golpeado primero a México (diciembre de 1994) y más recientemente a las economías asiáticas (desde mediados de 1997) y a América Latina desde 1998. En ambos casos, la crisis original se extendió a otros países considerados como «mercados emergentes», a medida que los inversionistas perdían la confianza no sólo en la economía donde se había iniciado la crisis, sino también en las de otros países en desarrollo que habían recibido flujos financieros masivos. En

consecuencia, las grandes entradas de cartera fueron seguidas de grandes salidas, con violentos retrocesos de las apreciaciones iniciales de los tipos de cambio y de las cotizaciones bursátiles¹.

Durante el auge de los capitales externos de los años setenta, Chile mantuvo una cuenta de capitales relativamente abierta, en especial frente a los ingresos de fondos. En cambio, las políticas de los años noventa representan un paso importante hacia un mayor pragmatismo. En síntesis, la respuesta de las políticas ante la oferta masiva de capital extranjero en los años noventa puede describirse como una tentativa de desalentar las entradas de corto plazo y mantener a la vez la apertura hacia las entradas de largo plazo. En particular, las políticas estuvieron dirigidas a incrementar el costo de las entradas de corto plazo mediante encajes no remunerados. Se trata de un instrumento que opera a través del mercado, modificando costos relativos. Las autoridades recurrieron también a la intervención esterilizadora para atenuar la apreciación del tipo de cambio real, frente a los flujos que superan la barrera de encaje, y los efectos monetarios de las operaciones cambiarias. Con el conjunto de instrumentos, se buscó proteger una estrategia de desarrollo cuyos elementos principales son el crecimiento y la diversificación de las exportaciones. En paralelo, el presupuesto fiscal permaneció superavitario y la supervisión prudencial se hizo más estricta.

Las políticas fueron eficaces para lograr sus objetivos durante gran parte de los años noventa. Sin embargo, en 1996-97 esta combinación de políticas y la intensidad con que se aplicaban permanecieron invariables, pese a una nueva afluencia masiva de capitales a la mayoría de los países de la región. Esta afluencia debería haber sido objeto de mayores restricciones.

1 Se ha observado que los nacionales de los países involucrados se comportan de forma similar que los inversionistas de cartera extranjeros cuando se les permite hacerlo. De hecho, la causa fundamental de la volatilidad del tipo de cambio y del precio de los activos parece ser la apertura de la cuenta de capitales y la facilidad para hacerse y deshacerse de activos denominados en moneda extranjera, y no sólo el comportamiento de los inversionistas extranjeros.

Como consecuencia de esta insuficiencia de las medidas ante el abundante ingreso de capitales durante el período 1996-97, y pese a la manifiesta intervención en los mercados de divisas, el Banco Central no pudo impedir una significativa apreciación cambiaria y el aumento peligroso del déficit en cuenta corriente. Por cierto, que esto debería haberse contrarrestado con un encaje más elevado u otras medidas equivalentes. No obstante, como paliativo, los beneficios de la regulación activa implementada en los años anteriores, habían dejado cuantiosas reservas internacionales, un saldo reducido de pasivos externos y una composición menos volátil.

Durante 1998 y 1999 se hicieron sentir los efectos contagiosos de la crisis asiática. Las grandes entradas de capital financiero que habían tenido lugar en 1996-97 cedieron el paso a las salidas de capital, el tipo de cambio nominal comenzó a depreciarse y las reservas internacionales cayeron fuertemente con el consiguiente impacto contractivo en la liquidez interna. Por primera vez en la década, en 1999 la economía exhibió una brecha significativa entre el PIB efectivo y el potencial. Como resultado, la tasa de inversión cayó abruptamente y el desempleo aumentó considerablemente. Ambas variables reflejaban el impacto recesivo aún en el 2001. Evidentemente, la magnitud de este ajuste recesivo está parcialmente vinculado al auge de 1996-97, y a la pasividad en el 2000 y 2001 para corregir ese desequilibrio de la macroeconomía real.

Por tanto, hay que reconsiderar las opciones de política para seguir mejorando la gestión de los flujos financieros y la política cambiaria en el futuro, a fin de desalentar un ingreso exagerado de ellos y proteger la economía de una volatilidad excesiva del tipo de cambio. Emerge así la necesidad de aplicar activamente un conjunto amplio e integral de políticas, con flexibilidad, que compense la intensidad de las entradas masivas.

El presente capítulo estudia el fenómeno de la entrada masiva de capitales a Chile en los años noventa, los criterios de políticas empleados para encararla y sus efectos sobre la economía nacional. En la sección 1 se describen las dimensiones y composi-

ción de las entradas de capital. En la sección 2 se examinan los criterios utilizados para hacer frente a las entradas excesivas; en la sección 3 se analizan los impactos macroeconómicos, mientras que en la sección 4 se extraen algunas lecciones de política.

1. ENTRADAS RECIENTES DE CAPITAL: MAGNITUDES Y COMPOSICIÓN

A partir de 1990, el retorno al régimen democrático coincide aproximadamente con el episodio de abundancia de capital extranjero hacia las economías emergentes, y la adopción en Chile de un conjunto de políticas macroeconómicas activas; en particular, la política se orientó a la regulación de los flujos de capitales. Durante este período, la capacidad productiva se expandió con vigor y la actividad económica estuvo cercana al pleno uso de su capacidad hasta 1998. Esto ha sido determinante de una elevada tasa de formación de capital, en un círculo virtuoso.

Los datos revelan que las entradas de capital, expresadas como proporción del PIB, fueron mucho más cuantiosas en el período 1990-98 que en los años sesenta y, sorprendentemente,

Cuadro IX.1
Entradas netas de capitales y déficit en cuenta corriente, 1960-2000
(porcentajes del PIB)

	Entradas netas de capital		Déficit en cuenta corriente
	Precios corrientes	Precios constantes de 1986 ^a	Precios corrientes
1960-70	2,6	4,3	2,5
1971-73	1,2	2,1	2,9
1974-81	7,5	11,6	5,7
1982-89	5,5	6,4	6,2
1990-95	6,9	6,9	2,5
1996-97	8,0	9,2	5,7
1998-2000	1,2	1,3	2,4

Fuente: Banco Central de Chile, *Balanza de pagos y Cuentas nacionales*.

^a La serie en dólares corrientes se deflactó por el índice de precios externos para la economía chilena. En cuanto al denominador, el PIB a precios constantes de 1986 fue transformado a dólares de 1986, usando el tipo de cambio observado promedio de ese año.

sólo algo mayores que durante la crisis de la deuda (1982-89). Sin embargo, debe tenerse en cuenta que el PIB chileno es ahora mucho más elevado (en términos de dólares) que en períodos anteriores. En consecuencia, en términos absolutos, las entradas de capital son de una magnitud mucho mayor. Es más, en 1997, las entradas totales se dispararon, llegando a niveles mucho mayores que a comienzos de la década y que representaban 10% del PIB (en precios de 1986).

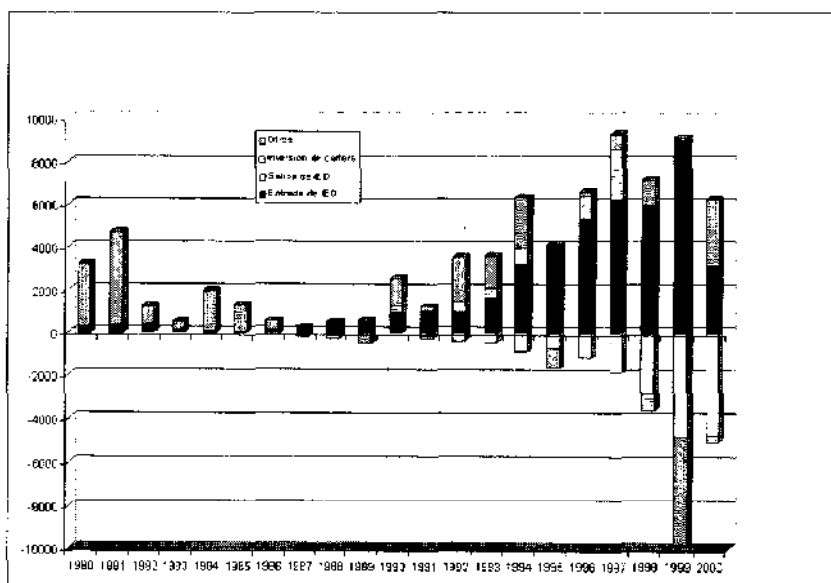
A mediados de los años ochenta, y pese a la crisis de la deuda, las entradas de capitales eran relativamente voluminosas, tanto en términos nominales como en proporción del PIB². Ello se debió a que la desaparición de los préstamos bancarios voluntarios se compensó en parte con el apoyo substancial de las instituciones financieras multilaterales (véase el cap. VI). De esta forma, los flujos públicos pasaron a ser la forma principal de recursos financieros internacionales disponibles para la economía chilena durante los años ochenta.

El capital privado extranjero empezó a retornar a Chile en 1986, vinculado al comienzo casi exclusivamente con el programa de capitalización de la deuda iniciado en el segundo semestre de 1985. Recién en 1989 otros flujos privados cobraron importancia (véase el gráfico IX.1). En parte, debido al considerable subsidio al tipo de cambio implícito en el régimen de capitalización de deuda que logró atraer volúmenes importantes de inversión extranjera (véase el cap. VII). En 1991 los inversionistas extranjeros dejaron de emplear el programa de conversión, sobre todo porque, dado el aumento del precio internacional de la deuda chilena, ya no resultaba rentable invertir en él. Sin embargo, la IED no vinculada con los programas de conversión siguió creciendo. Durante los noventa, la IED ha representado una proporción ampliamente mayoritaria de las entradas de capital a Chile.

2 Esto refleja en parte los efectos de la propia crisis de la deuda, que condujo a las espectaculares devaluaciones reales del período 1982-85, con la caída consiguiente del valor en dólares del PIB chileno. Entre 1981 y 1985 el PIB en dólares corrientes cayó de US\$ 32.600 a US\$ 16.000 millones.

La oferta de créditos privados de corto plazo figuró también en forma destacada en la racha de capital de los noventa, aunque en una escala mucho menor que la IED. Para que se produzca la entrada de capitales por arbitraje de tasas de interés, la tasa de interés interna tiene que sobrepasar la tasa internacional por un margen que sea más que suficiente para compensar la depreciación esperada del tipo de cambio y la prima por riesgo país. Estas condiciones han prevalecido en Chile desde fines de los años ochenta. Por una parte, en 1992 y 1993 las tasas de interés internacionales, en dólares, llegaron a su nivel más bajo en treinta años, y, aunque se han elevado desde entonces, han seguido siendo moderadas y son todavía muy inferiores a lo que eran en los años ochenta. Por otra, Chile es un país aún con escasez de capital productivo. Su stock es el de una economía de US\$ 5.000 por habitante apenas. Naturalmente esa escasez está asociada a una remuneración o precio mayor. Por ello, la tasa de interés, también natural-

Gráfico IX.1
Composición del flujo de capitales, 1980-2000
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile. La cifra de IED desde el exterior no contempla los programas de conversión de deuda, e incluye los créditos asociados netos.

mente, debe tender a ser superior a la de las economías ya desarrolladas. La política monetaria, entonces, para que sea consistente con equilibrios macroeconómicos sostenibles, debe mantener tasas de interés real superiores a las internacionales. Al diferencial "estructural" de tasas, se agregó un ajuste en marcha en 1990, que descansó unilateralmente en un alza sustancial de la tasa de interés (véase Ffrench-Davis, 1999, cap. VII).

Los otros dos requisitos para el arbitraje de tasas de interés también han sido favorables para las entradas de capital. Chile acumuló una devaluación real de 130% entre mediados de 1982 y 1988. A medida que Chile comenzó a emerger de la crisis de la deuda, las expectativas sobre el tipo de cambio real pasaron de la depreciación a la apreciación. El mejoramiento de los términos de intercambio contribuyó también al cambio de expectativas. Es más, las expectativas de apreciación del tipo de cambio, debido a la entrada misma de capitales y a una mejor posición en cuenta corriente, hicieron que la operación de ida y vuelta de corto plazo pareciera muy lucrativa. Asimismo, tal como en otros países de la región, hubo un descenso de la prima por riesgo país. Las entradas privadas de corto plazo fueron muy importantes hasta 1992, luego de lo cual comenzaron a decaer como consecuencia de las medidas adoptadas para frenarlas.

Las entradas de cartera han asumido dos formas: las inversiones mediante fondos mutuos establecidos en los grandes mercados internacionales de capital (los llamados FICE, o fondos de inversión de capital extranjero) y la emisión de *American Depositary Receipts* (ADRs) por grandes empresas chilenas. Los ADRs son un mecanismo mediante el cual las empresas extranjeras emiten nuevas acciones en los mercados bursátiles estadounidenses. La emisión "primaria" de ADRs representa una atractiva oportunidad para expandir el capital de las empresas a un costo relativamente bajo, puesto que los costos de capital en los mercados internacionales naturalmente tienden a ser menores que en el mercado financiero de Chile. La manía de los últimos años por los «mercados emergentes» en los mercados de valores internacionales significó una reducción espectacular del riesgo país percibido. El mer-

cado accionario interno relativamente desarrollado de Chile, más el uso creciente de los ADRs para colocar acciones en los mercados de valores estadounidenses, hicieron que los títulos chilenos fueran el candidato preferido de los inversionistas que buscaban vehículos financieros nuevos y más exóticos.

También existe lo que se conoce como la emisión «secundaria» de ADRs mediante la compra por extranjeros de las acciones disponibles en el mercado chileno y su conversión ulterior en ADRs (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995). Esta operación no constituye un aumento de capital de la empresa emisora, sino sólo un cambio de propiedad de nacionales a extranjeros. En un momento en que hay una superabundancia de divisas e importantes presiones a la baja sobre el tipo de cambio, puede resultar conveniente desalentarlas. Estos cambios de propiedad exponen a la economía a un grado adicional de incertidumbre y volatilidad, puesto que cuando cambia el ánimo de los inversionistas extranjeros, ellos pueden revertir fácilmente la operación y reconvertir sus ADRs en las acciones subyacentes para venderlas en el mercado bursátil interno³. Estos flujos han jugado un papel evidentemente desestabilizador. Inflaron la bolsa en 1994, en 1997 y la deprimieron en 1995 y 1998, operando en forma procíclica.

Las crisis mexicana y de Asia oriental son ilustrativas de los peligros de desestabilización financiera. En el caso de México, según destacan Sachs, Tornell y Velasco (1996), las fallas de la política interna, en particular el gran aumento del crédito interno debido a un sistema financiero interno mal regulado, fueron factores importantes. Sin embargo, el auge del crédito interno fue desencadenado, en ambas crisis, por grandes entradas de capital. Se reco-

3 Se ha sostenido que los extranjeros que se vuelven pesimistas respecto a un país venden sus ADRs en el mercado de valores estadounidense y que, por lo tanto, no habría impacto sobre los mercados de valores y cambiario nacionales. Sin embargo, este argumento desconoce el hecho que la emisión de ADRs implica que los precios de los valores en los mercados nacionales y estadounidenses deben tender a la igualdad mediante arbitraje. Esto es de hecho lo que ha ocurrido: los movimientos de los precios de las acciones de las empresas chilenas que han emitido ADRs en las bolsas estadounidenses están muy correlacionados con los de la Bolsa de Santiago.

noce cada vez más que el comportamiento en manada desplegado por los inversionistas de cartera extranjeros es un elemento esencial de la crisis (Calvo y Mendoza, 1996; Griffith-Jones, 1998). Puesto que los activos de las empresas de un determinado país en desarrollo son normalmente una proporción muy pequeña de las carteras de los inversionistas internacionales, no valdría la pena darse el trabajo de obtener información que es muy costosa. Por lo tanto, éstos tienden a guiarse por «señales». La señal positiva, a fines de los años ochenta, era que México estaba emprendiendo reformas orientadas al mercado (e ingresando al TLC norteamericano) lo que, a juicio de los bancos internacionales, elevaría la rentabilidad de los activos de las corporaciones mexicanas. En el caso de México, la «señal» para una reversión de la entrada de capital financiero fue la percepción de que los déficit en cuenta corriente se habían vuelto «insostenibles» y que el tipo de cambio se había apreciado «excesivamente». Por cierto, los grandes déficit en cuenta corriente y los precios macroeconómicos atípicos o desalineados, en particular un tipo de cambio que se apreciaba, habían sido principalmente la consecuencia del comportamiento exógeno (y colectivo) de los inversionistas extranjeros.

En suma, de lo que se trata es que un componente considerable de las entradas de capital, sobre todo capital de cartera, no sólo es volátil sino también exógeno en gran medida, desde el punto de vista del país receptor. Incluso el crédito de corto plazo posee un ingrediente exógeno, puesto que la llamada prima por riesgo país tiene un gran componente subjetivo. Por tanto, aunque resulte paradójico, un país exitoso puede ver cómo sus “fundamentos” como el déficit en cuenta corriente, el tipo de cambio, el ahorro interno y la cartera bancaria se deterioran debido a una gran avalancha de capitales (véase Ffrench-Davis, 1999, cap. X).

Desde un punto de vista teórico, tenemos aquí la posibilidad de equilibrios múltiples: un tipo de cambio apreciado con grandes entradas de capital; y un tipo de cambio depreciado con salidas de capital. Además, hay una dinámica involucrada: las entradas de capital aprecian el tipo de cambio real, y este proceso, si es gradual, fomenta nuevas entradas. Esto puede continuar por varios años, como ocurrió en 1976-81, en 1990-94 y en 1996-97 en

muchos países de América Latina. Después de un tiempo, cuando con los déficit en cuenta corriente se han acumulado elevados pasivos externos y una revaluación real significativa, la tendencia a la apreciación es reemplazada por expectativas de depreciación, lo que a su vez tiende a conducir luego a una reversión de la dirección de los flujos. Esto sustenta la necesidad de contar con políticas que reduzcan los componentes más volátiles de las entradas de capital; y demuestra que los «fundamentos» no son independientes de las políticas aplicables sobre las entradas de capital. Es más, algunos equilibrios son más «convenientes» que otros, en términos de los efectos sobre el crecimiento y su sustentabilidad.

Mientras que los flujos privados aumentaron, la deuda pública externa se redujo. Durante 1989-91, hubo salidas netas principalmente causadas por las operaciones con deuda pública involucrada en la conversión de deudas. Posteriormente, la reducción de deuda pública correspondió en su mayoría a prepagos. Estos fueron particularmente cuantiosos a contar de 1995. Los prepagos se realizaron para aligerar la gran acumulación de reservas internacionales por el Banco Central, reducir costos financieros netos, y con ello mitigar las presiones revaluatorias en los mercados de divisas y mejorar el balance del Banco.

Desde 1991, varias grandes empresas chilenas han realizado inversiones directas en el exterior. Las destinaciones son principalmente los países vecinos. Las inversiones más considerables han sido en la generación y distribución de electricidad (la mayoría en empresas privatizadas recientemente, primero en Argentina y luego en otros países latinoamericanos), pero otros sectores como la industria ligera y la venta al detalle también están representados (Calderón y Griffith-Jones, 1995). En 1996, en una expansión persistente desde 1991, exhibieron un flujo hacia el exterior equivalente a 1,7% del PIB⁴. Un salto notable en 1997-99 lo comentamos más adelante.

4 Los datos según la balanza de pagos subestiman la magnitud de estas inversiones, porque gran parte de ellas son financiadas con fondos obtenidos en mercados de capitales internacionales y que jamás ingresan al país. Una situación similar se presentó con las inversiones de empresas coreanas en sus vecinos.

2. LA RESPUESTA DE POLÍTICA Y SUS EFECTOS

En los años noventa, las autoridades monetarias chilenas han desplegado una amplia gama de políticas para regular el ingreso de capital financiero. Por una parte, el Banco Central ha procurado desalentar las entradas de capital de corto plazo y especulativas, manteniendo abierto el acceso para la IED. Por otra parte, ha tratado de moderar los impactos sobre la economía nacional de las oleadas de capital, interviniendo en el mercado cambiario a fin de impedir que la sobreoferta de divisas aprecie demasiado el tipo de cambio real, y esterilizando casi por completo los efectos monetarios de la rápida acumulación de reservas internacionales (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995).

Otros dos factores de política han contribuido al éxito logrado en el manejo de la entrada de capitales. Primero, la política fiscal ha sido muy cautelosa. Los aumentos registrados en el gasto social se han financiado con nuevos tributos. Gracias a ello, Chile presentó un superávit significativo del sector público durante los años noventa, equivalente a 1% ó 2% del PIB⁵. La conducción prudente de la política fiscal, que incluye la observancia de las normas de un fondo de estabilización del cobre,⁶ facilitó la tarea de las autoridades monetarias en la regulación de los ingresos de capitales e impidió la apreciación excesiva del tipo de cambio en la mayor parte del decenio. Segundo, como resultado de la crisis bancaria de 1982-83, se introdujeron regulaciones bancarias prudenciales que se han perfeccionado con los años. Esto dificultó que la entrada de capitales desatara nuevamente un boom crediticio por parte de los bancos comerciales, lo que facilitó a su vez la tarea de mantener el déficit en cuenta corriente y el tipo de

5 En 1999 se registró un déficit determinado por la significativa merma del ingreso tributario asociada al drástico ajuste de la demanda agregada.

6 Dada la gran importancia del cobre en la balanza de pagos y en las cuentas fiscales, y la inestabilidad de su precio internacional, se creó un Fondo de Compensación del Cobre, en el cual debía acumularse una parte del alza en precios para disponer de esos fondos en los períodos de cotizaciones deprimidas. Comenzó a operar después de la fuerte alza registrada en este precio durante el último trimestre de 1987.

cambio dentro de límites sostenibles hasta 1996. Luego retomaremos la historia posterior.

a) Políticas para regular las entradas de capitales

Primero que todo, queremos destacar que aquí nos concentramos en las entradas de capitales en períodos de abundancia de flujos. Los dos objetivos principales de las políticas de regulación del tipo de cambio y de las entradas de capital han sido apoyar el modelo de crecimiento basado en la expansión y diversificación de las exportaciones y, en una economía históricamente muy propensa a los ciclos (recuérdese que, en 1975 y 1982, Chile tuvo las recesiones más profundas de América Latina), procurar alcanzar balances macroeconómicos sostenibles.

A fin de que las exportaciones sigan siendo un motor de crecimiento de la economía chilena, el nivel y la estabilidad del tipo de cambio real son decisivos. Este objetivo podría haber peligrado si las entradas de capital hubieran causado una apreciación excesiva del tipo de cambio y una mayor volatilidad en el evento de revertirse la dirección de los flujos netos. En el cuadro IX.2 figura una síntesis de las medidas normativas para contrarrestar esta llegada excesiva de divisas.

Las autoridades chilenas optaron por regular el mercado de divisas a fin de impedir desalineaciones importantes del tipo de cambio real en relación con su tendencia de largo plazo. La opción elegida para conseguir el predominio de los "fundamentos" de largo plazo por sobre los factores de corto plazo que influyen en el tipo de cambio, supone (correctamente, a nuestro juicio) que existe una asimetría de información entre el mercado y las autoridades monetarias, porque estas últimas tienen un mejor conocimiento de los factores que intervienen en la balanza de pagos; y, principalmente, porque tienen un horizonte de planificación más largo que los agentes que operan activamente en la dimensión de corto plazo del mercado. Sin embargo, frente a la incertidumbre que campea en los mercados externos, en vez de un precio único, las autoridades han usado una banda cambiaria

Cuadro IX. 2**Regulación del movimiento de capitales en Chile, mediados de 1998****Inversión extranjera directa:**

El único requisito para la entrada de la IED es mantener la inversión en Chile por un período de un año. No hay restricciones a la salida, excepto un impuesto a la remesa de utilidades. El porcentaje máximo de deuda permitido para financiar IED es de 30%; esta limitación se redujo desde 50% en octubre de 1997.

Flujos de entradas de cartera en ADRs:

La emisión mínima de ADRs es de US\$ 25 millones, reducidos desde US\$ 50 millones en septiembre de 1994. Se requiere una clasificación de riesgo mínima de BBB para las empresas no financieras y de BBB+ para las instituciones bancarias. Además, desde julio de 1995 se aplicó un encaje de 30% a los ADRs secundarios.

Otras entradas financieras y de cartera:

Sujetas al requisito de un encaje de 30% hasta junio de 1998. Estas incluyen créditos comerciales, depósitos en moneda extranjera, préstamos asociados a la IED, y emisión de bonos. Los emisores de bonos enfrentan las mismas restricciones de calidad que los emisores de ADRs. Cartera afecta a un plazo mínimo de estadía en Chile de un año, salvo los ADRs que son liquidados en cualquier momento.

Inversión en el extranjero del sector no financiero chileno:

Los inversionistas que no quieran operar en el mercado oficial de divisas, sólo deben informar al Banco Central sobre sus inversiones en el exterior. Aquéllos que deseen acceder al mercado oficial, deben obtener permiso del Banco Central. Esto no es difícil de conseguir. En la actualidad, los tipos de cambio formal e informal son similares.

Inversiones en el extranjero de inversionistas institucionales chilenos:

Las inversiones extranjeras de las compañías de fondos de pensiones, de fondos mutuos y de seguros de vida está sujeta a límites en cuanto a las cantidades y tipos de activos en moneda extranjera que pueden tener. A los fondos de pensiones se les permite mantener hasta un 12% de sus activos totales en moneda extranjera, y sólo pueden invertir en acciones hasta el 50% de su margen externo.

Inversiones en el extranjero de los bancos:

Las inversiones externas de los bancos comerciales están limitadas al 25% de su capital y reservas, y restringidas a activos de renta fijos o bien garantizadas por gobiernos extranjeros o bancos centrales. Los bancos están autorizados para utilizar los depósitos que reciben en moneda extranjera para financiar el comercio entre los países que pertenecen a la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI). Los bancos comerciales pueden participar en el capital de bancos extranjeros, siempre que tengan un índice de suficiencia de capital de por lo menos 10%.

Fuente: Adaptado y actualizado de Budnevich y Le Fort (1997).

centrada en un precio de referencia (tipo de cambio acuerdo; TCA) vinculado con una canasta de tres monedas, en que el dólar, el marco alemán y el yen están representados con ponderaciones vinculadas con su participación en el comercio chileno.

Presentamos aquí un relato analítico que vincula los cambios deliberados de política con los acontecimientos que los provocaron. Los cambios registrados en los mercados mundiales, la creciente

aprobación internacional de las políticas económicas chilenas, las altas tasas de interés vigentes en Chile, y los rasgos de la transición a la democracia estimularon la entrada creciente de capitales a Chile desde mediados de 1990.

Estos eventos se reflejaron rápidamente en una apreciación cambiaria real en el mercado. Desde julio de 1990 el tipo de cambio observado en el mercado (TCO) se situó en el piso de la banda. Incluso durante la crisis de Irak, en septiembre de ese año, el TCO se mantuvo en el piso, no obstante que Chile importaba entonces el 85% de su consumo de petróleo; Chile reaccionó ante esa crisis elevando drásticamente el precio interno de los combustibles (junto con una reducción del gasto fiscal no social) lo que provocó un shock inflacionario en septiembre y octubre. En ambos meses, el índice de precios al consumidor, cuyo componente inercial suponía un alza del orden de 2% mensual, se elevó a 4,9% y 3,8% en esos meses, respectivamente. La rapidez con que reaccionaron frente a los eventos externos el Banco Central y el gobierno, estrechamente coordinados, puede explicar las razones por las cuales se mantuvo en el mercado cambiario la tendencia a la apreciación y rápidamente se moderó la inflación.

A comienzos de 1991, se modificó el régimen de paridad móvil estricta que las autoridades monetarias venían aplicando y, con el fin de introducir "ruido cambiario", que desalentase los flujos de corto plazo, se revaluó en tres ocasiones en forma moderada para devaluar compensatoriamente en los meses siguientes. De esta manera, el cambio "oficial" retornaba al final de cada episodio al nivel real inicial; las devaluaciones reales dentro de cada episodio encarecieron el costo de ingresar fondos de corto plazo y resultaron una medida efectiva para frenar transitoriamente el exceso de oferta de divisas. Sin embargo, la medida no podía repetirse en muchas ocasiones pues el mercado entonces se anticiparía al evento revaloratorio y la política perdería eficacia, que fue lo que ocurrió en el tercer episodio. No obstante, durante casi un semestre las autoridades ganaron tiempo para diseñar y posicionar una política que permitiese actuar eficientemente en una transición más prolongada. Indudablemente, la reforma de la

política tenía que marchar contra la corriente imperante en las instituciones internacionales y los medios financieros, que era la apertura indiscriminada de la cuenta de capitales. La reforma se basaba en la percepción de que la gran oferta de fondos externos no era estable y que factores coyunturales de la cuenta corriente, —como el alto precio del cobre, el incentivo de tasas de interés internas tan altas e importaciones transitoriamente deprimidas— tenderían a modificarse a mediano plazo.

Sin embargo, parte de la mejora observada en la cuenta corriente era más estructural o permanente: una cuenta de servicios no financieros notablemente fortalecida, exportaciones no tradicionales más vigorosas y una reducción de la carga de la deuda externa. En junio de 1991, en reacción a esta combinación de factores, considerados algunos transitorios y otros permanentes por las autoridades, conjuntamente con una revaluación del 2% del dólar acuerdo y una reducción del arancel desde 15% a 11%, se estableció un encaje no remunerado de 20% sobre los créditos externos (que cubre toda la gama de créditos externos, desde los asociados con la IED hasta los créditos comerciales). Estos fondos debían depositarse en el Banco Central por un mínimo de 90 días y un máximo de un año según el plazo de la operación. Al mismo tiempo, un impuesto de estampillas al crédito interno, a una tasa anual de 1,2% sobre las operaciones de hasta un año plazo, pasó a aplicarse también a los préstamos externos. En julio, se autorizó para los créditos a mediano plazo una alternativa al encaje, consistente en hacer un pago al Banco Central por un monto equivalente a su costo financiero; el costo financiero se calculaba aplicando la LIBOR más 2,5% anual al monto del encaje. El encaje, la opción de pagar su costo financiero y el impuesto a los créditos externos tienen un costo marginal nulo para la parte del plazo que se extiende más allá de un año, y como se verá más adelante, los dos primeros son especialmente onerosos para los flujos con vencimientos a muy corto plazo.

Como la entrada de capitales se hizo persistente, el sistema de encaje se volvió más estricto y se extendió a casi todas las transacciones financieras internacionales. En mayo de 1992, se estableció un encaje de 30% sobre los créditos externos que se expandió a

los depósitos a plazo en moneda extranjera y, en julio de 1995, a las compras de acciones chilenas («ADRs secundarios») por residentes en el extranjero⁷. Se amplió a un año el período durante el que debía mantenerse el depósito, independientemente del plazo de vencimiento del préstamo, y para los efectos de la comisión de entrada, el margen sobre la LIBOR se alzó a 4%. Con el fin de eliminar un resquicio que permitía evadir el encaje (puesto que la inversión en capital de riesgo estaba exenta), las autoridades pasaron a analizar las solicitudes de IED; el permiso para ingresar al país como IED exenta de encaje era denegado cuando se determinaba que la entrada venía disfrazando capital financiero. En tales casos, los inversionistas extranjeros debían registrar sus fondos en el Banco Central como inversiones financieras sujetas a encaje.

Con la crisis asiática y la aguda escasez de financiamiento externo, la tasa de encaje se redujo en 1998 a 10% y luego a cero. Las autoridades anunciaron, sin embargo, que el instrumento de política seguía disponible en caso de necesitarse a futuro ante una nueva invasión de fondos (Massad, 2000).

Desde 1991 se ha facilitado la salida de capitales como una manera de aliviar las presiones a la apreciación cambiaria (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995). En particular, en sucesivos incrementos se ha permitido que gradualmente los fondos de pensiones chilenos inviertan en el exterior hasta 16% de sus activos totales; asimismo, también con el objetivo del desarrollo productivo de las empresas chilenas, se concedió acceso al mercado de divisas para residentes que desean invertir en el exterior, en un proceso muy expedito (cap. XII de normas cambiarias). Como se expuso arriba, la medida fue efectiva en estimular flujos considerables de IED y adquisiciones por empresas chilenas de firmas en países vecinos (Calderón y Griffith-Jones, 1995). Sin embargo, las mayores tasas de rentabilidad de los activos financieros en Chile

7 No es difícil imponer un encaje a las inversiones de cartera de extranjeros. Si los fondos que van a destinarse a la inversión son depositados en un banco chileno, ahí quedan sujetos al encaje. En cuanto a los fondos que no utilizan un banco chileno como intermediario, el encaje puede imponerse al momento de registrarse el activo en nombre de un agente con domicilio en el exterior. Para poder convertirlos en ADRs, tienen que registrarse también en el Banco Central.

que en el exterior y las expectativas de apreciación del peso desalentaron las inversiones financieras externas por parte de los fondos de pensiones y de los recientemente creados fondos mutuos cerrados. Estas inversiones se habían venido elevando lentamente a medida que las empresas y fondos de pensiones nacionales obtenían más y mejor información acerca de los activos financieros en el exterior; a mediados de 1997 sólo tenían colocado en el exterior US\$ 200 millones, poco más de medio por ciento de sus fondos⁸. El efecto inmediato de liberalizar las salidas fue probablemente alentar nuevas entradas gracias a la mayor certidumbre que ofrecen a los eventuales inversionistas hacia Chile. Como lo han demostrado Williamson (1992) y Labán y Larraín (1997), el efecto resultante tiende, entonces, a ser el opuesto al deseado.

¿Cuándo el mercado aprovecha con fuerza las oportunidades para sacar divisas? Evidentemente cuando las expectativas apreciatorias son reemplazadas por expectativas de depreciación. Por ejemplo, los egresos de las AFP se elevaron notoriamente desde fines de 1997 cuando las expectativas pasaron de la apreciación a la depreciación. De hecho, las salidas de los fondos de pensiones, entre enero de 1998 y junio de 1999, se encumbraron al equivalente de 4,8% del PIB de 1998 y a 12% de los fondos. Algo similar sucedió con el capítulo XII, principalmente con inversiones financieras masivas, en lugares como las Islas Caimán, en una evidente distorsión del objetivo inicial de ese capítulo⁹.

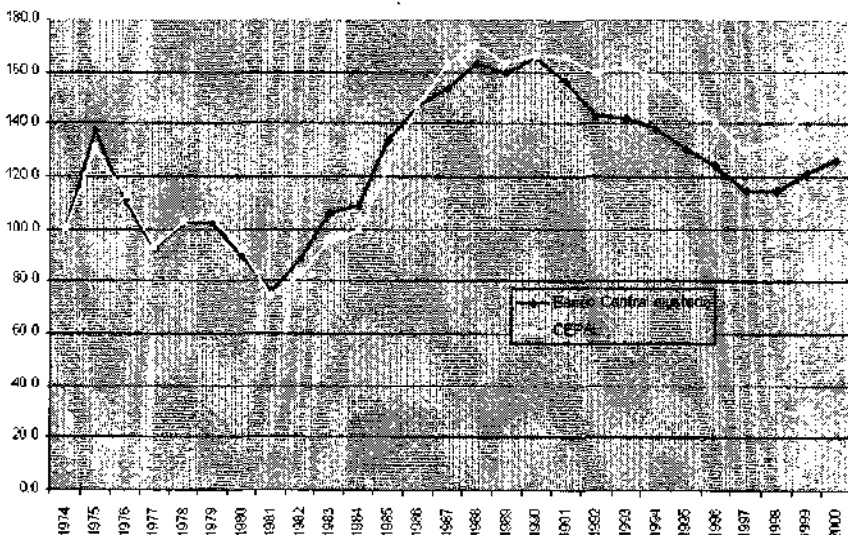
8 Un obstáculo a la liberalización de las salidas de los inversionistas institucionales es la falta de conocimiento que tienen los reguladores sobre los activos financieros en el exterior. Por consiguiente, el temor de que la liberalización conduzca a un empeoramiento de la calidad de los activos de los inversionistas institucionales ha sido un factor clave que explica el enfoque gradual que se adoptó frente a la liberalización de las salidas de capital.

9 Una liberalización financiera apresurada corre el riesgo de dejar demasiadas puertas abiertas a las salidas, las que suelen ser masivas en caso de nerviosismo en el mercado y de cambios hacia expectativas de depreciación, como lo advertimos en su oportunidad (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1995). Esto suele hacer más difícil el logro de la estabilidad cambiaria y macroeconómica y más dolorosas las crisis financieras internacionales, como le sucedió a Chile en 1998-99: las AFP y los inversionistas del cap. XII fueron los principales responsables de la pérdida de reservas en el biento y del agudo ajuste recesivo de la demanda interna.

b) Política cambiaria

La política cambiaria experimentó también un cambio substancial a través del tiempo. El uso de un tipo de cambio nominal fijo en 1979-82, en el contexto de una liberalización creciente y, en último término, completa de las transacciones de la cuenta de capitales, se abandonó después de la crisis de 1982-83, durante la cual el PIB declinó en 17%. Entre 1983 y 1989 las autoridades utilizaron una paridad móvil, con una banda flotante de $\pm 2\%$ (que se amplió a $\pm 3\%$ en 1988 y a $\pm 5\%$ a mediados de 1989). El tipo de cambio «oficial» se devaluó diariamente, según el diferencial entre la inflación interna y una estimación de la inflación externa. En varias ocasiones, se agregaron devaluaciones nominales discretas, que sirvieron para lograr una notable depreciación real luego de la crisis de 1982: 130% entre mediados de 1982 y 1988 (gráfico IX.2).

Gráfico IX.2
Tipo de cambio real, 1974-2000
 (1974=100)



Fuente: Banco Central de Chile, para 1986-2000; para los años anteriores se ajustó el IPE según French-Davis (1984), y el IPC según Cortázar y Marshall (1980) en el periodo 1974-78; CEPAL. La diferencia principal entre ambos indicadores es que CEPAL usa IPC para medir la inflación externa mientras que el Banco Central usa precios mayoristas. El primer método es más consistente con las mediciones disponibles de tipos de cambio reales de otros países de la región.

Los cuantiosos ingresos de capitales de inicios de la década de los noventa se reflejaron en presiones a la apreciación cambiaria real, tal como se expuso en la sección previa, a pesar de que el ingreso de capitales de corto plazo permaneció en niveles bajos en respuesta a las políticas regulatorias adoptadas y a una reducción de las tasas de interés internas. Cabe anotar que las etapas del ciclo económico coincidieron entonces en Chile y en «su centro financiero» (Estados Unidos) durante la mayor parte de 1991, lo que no sucedería a partir de fines de ese año y en 1992.

La marcada tendencia a la apreciación en 1991, obedeció entonces a ingresos de largo plazo, pero principalmente a una cuenta corriente muy favorable, cuyo resultado neto fue un (pequeño) superávit.

Empezó a predominar la opinión de que era inevitable una modificación de la política cambiaria, con una revaluación significativa. En consecuencia, la cotización oficial iba perdiendo capacidad asignadora. En enero de 1992, se revaluó el dólar acuerdo en un 5% y se amplió la banda de flotación del mercado cambiario formal a $\pm 10\%$ ¹⁰. Bruscamente, el tipo de cambio observado se revaluó 9% en el mercado, esto es, casi los diez puntos de la suma de la apreciación del tipo de cambio oficial y de la reducción del piso de la banda. A continuación surgió una ola de expectativas revaluatorias, alimentadas por los ingresos de capitales en los mercados formal e informal. Estos flujos eran alentados por la certeza de que el Banco Central no podía intervenir dentro de la banda por las normas que él mismo había establecido. En un mercado situado persistentemente en un nivel cercano al piso, sólo podía intervenir comprando al precio mínimo. La expectativa del

10 Es preciso señalar que Chile estaba saliendo de una profunda crisis de la deuda acompañada de una notoria depreciación del tipo de cambio durante los ochenta. En consecuencia, había espacio para cierta apreciación. Sin embargo, como Chile estaba pasando de una oferta restringida a una oferta superabundante de ahorro externo, las autoridades querían evitar un ajuste excesivo del tipo de cambio. Un aspecto específicamente problemático es que, a medida que las expectativas de los agentes extranjeros pasan del pesimismo al optimismo, tienden a definir un mayor stock de inversión deseada en el "mercado emergente". Esto implica entradas excesivamente voluminosas durante un tiempo, que naturalmente son transitorias y no permanentes.

mercado era de que, si algo cambiaba, el piso se revaluase nuevamente, como de hecho había sucedido en enero de 1992.

Durante muchos meses había circulado en el Banco Central la proposición de iniciar, dentro de la banda, una flotación "sucía" o regulada; proponentes de esta intervención intramarginal argumentaban que las normas vigentes, de banda pura, con un mercado cambiario informal crecientemente activo y un mercado formal más poroso, conducían a un TCO que se inclinaría hacia los extremos de la banda (en el tope en 1989-90; en el piso, posteriormente). La revaluación brusca de casi 10% del TCO entre enero y febrero de 1992 contribuyó a que el Banco iniciase la flotación sucía en marzo de ese año. De hecho, el TCO ha fluctuado desde entonces en un rango de entre 1 y 8 puntos sobre el piso, esto es, habitualmente despegado del piso, siempre con activas compras por el Banco pero también con ventas esporádicas.

La ampliación de la banda per se aparentemente había señalado que el Banco renunciaba a tratar de frenar las presiones revaloratorias y defender la estrategia exportadora, entregando al mercado, dominado por el segmento más cortoplacista, la determinación de la tasa observada en un rango muy amplio. En cambio, con el establecimiento de la flotación regulada, el Banco Central volvía a tener una mayor capacidad de conducción, lo que le permitía fortalecer las variables de largo plazo en la determinación del tipo de cambio que enfrentan los productores de rubros exportables e importables.

En los meses siguientes, las tasas de interés del mercado estadounidense continuaron descendiendo, poniendo presión sobre el Banco Central. Sin embargo, la economía chilena enfrentaba un auge notable, con una tasa de aumento del PIB firmemente situada en dos dígitos (alrededor de 15% en 12 meses). En consecuencia, por razones de equilibrio macroeconómico, el Banco Central quiso elevar en vez de reducir las tasas internas de interés. Para evitar un estímulo al arbitraje, decidió aumentar la tasa de encaje a los ingresos de capitales. En mayo de 1992, los encajes sobre los créditos externos fueron elevados al 30% y se fijó en un año el plazo del depósito.

Por último, en julio del mismo año se reemplazó al dólar como el vínculo directo del tipo de cambio oficial por una canasta de monedas (constituida entonces en 50% por el dólar, 30% por el marco alemán y 20% por el yen) como nuevo tipo de cambio de referencia. Estas medidas tendieron a hacer menos rentable el arbitraje de tasas de interés entre el dólar y el peso y a introducir mayor incertidumbre cambiaria a las operaciones en dólares en el corto plazo, dada la inestabilidad cotidiana entre las cotizaciones internacionales de esas tres monedas. La sustitución del dólar por una canasta de monedas le dio mayor estabilidad promedio a los valores en pesos de los retornos de exportaciones. En efecto, a diferencia de las operaciones financieras que se denominan en gran proporción en dólares, el intercambio comercial está bastante diversificado geográficamente, constituyendo los Estados Unidos sólo un quinto del total, y opera con una canasta también más diversificada de monedas.

En su conjunto, las medidas de regulación (más cierta "buena suerte": una mejora de los términos del intercambio en 1995) implicaron que cuando la crisis de México explotó en diciembre de 1994 y su contagio se extendió rápidamente hacia Argentina, la economía chilena y su sector externo estuviesen en una situación muy sólida: un déficit externo pequeño, un tipo de cambio sostenible y pasivos externos de corto plazo de un monto reducido. Por lo tanto, el corte generalizado de flujos líquidos hacia América Latina no dañó a la economía chilena. Hacia mediados de 1995, los capitales especulativos empezaron a retornar a la región, y con especial fuerza a Chile.

Dada la existencia de expectativas abrumadoras a favor de la apreciación monetaria, después de que el shock Tequila parecía haber quedado atrás, el gran diferencial de la tasa de interés entre el peso y el dólar (junto con buenas perspectivas para las grandes empresas chilenas) brindó a los inversionistas extranjeros de cartera y de corto plazo una oportunidad potencialmente muy lucrativa, a pesar del encaje que tenían que pagar por ingresar a los mercados financieros nacionales. Esta tendencia a la apreciación podría haberse atenuado intensificando el costo de las entradas (es decir,

incrementando el monto del encaje). Sin embargo, el sobreoptimismo internacional de que las crisis financieras eran cosa del pasado y la peligrosa tentación del Banco Central de reducir con mayor rapidez la inflación interna mediante la apreciación cambiaria real debilitó la política tan exitosa de equilibrios macroeconómicos sustentables. En efecto, el déficit externo se fue acentuando significativamente en paralelo con la apreciación cambiaria y una demanda agregada que crecía aceleradamente estimulada por los ingresos de capitales en 1996-97.

El manejo del tipo de cambio no contribuyó a desalentar las entradas especulativas después de 1995. Pese a su adhesión formal a una banda móvil en 1996-97, el Banco Central estaba, en los hechos, sosteniendo un precio nominal casi fijo para el dólar. Incluso, a fin de reducir el piso de la banda, en 1997 las autoridades hicieron ajustes contradictorios a las ponderaciones asignadas a cada moneda de la canasta, provocando que la vinculación con una canasta en lugar del dólar perdiera credibilidad¹¹. Además, a fines de 1995 se había establecido un 2% de apreciación anual del tipo de cambio acuerdo, en base al supuesto de mayor crecimiento de la productividad en Chile en relación con sus principales socios comerciales.

Los efectos de contagio de la crisis asiática en 1998-99, incluido un notable deterioro de los términos del intercambio (ahora con cierta "mala suerte"), encontró a Chile con un tipo de cambio significativamente atrasado (lo que no había sucedido hasta mediados de 1995) y un déficit en cuenta corriente elevado que duplicaba el promedio de 1990-95.

c) El fortalecimiento de la supervisión bancaria

Cabe recordar que una supervisión bancaria y un marco regula-

11 En noviembre de 1994 la ponderación del dólar estadounidense se redujo de 50% a 45%, lo que refleja la incidencia declinante de esa moneda en el comercio chileno. En enero de 1997, se elevó arbitrariamente a 80%. Para un análisis comparativo de las bandas en Chile, Israel y México, véase Helpman, Leiderman y Bufman (1994). Para un análisis de Chile, Colombia e Israel, véase Williamson (1996).

dor estrictos impidieron que el exceso de liquidez de los bancos diera pábulo al auge del consumo y al deterioro de la calidad de los activos bancarios (como ocurrió claramente en México). Este fue el legado de la crisis bancaria de Chile en 1981-86, que siguió a la entrada masiva de capital extranjero, a fines de los setenta, que provocó el virtual colapso de todo el sistema bancario (véase Díaz-Alejandro, 1985; Held y Jiménez, 2001). Algunos de los elementos de supervisión prudencial adoptados desde entonces comprenden el monitoreo continuo de la calidad de los activos bancarios; límites estrictos a la concesión de préstamos por parte de los bancos a empresas relacionadas; la existencia de mecanismos automáticos de ajuste del capital bancario cuando su valor cae por debajo de los límites exigidos por los reguladores; y facultades para congelar las operaciones bancarias, impedir que los bancos en problemas transfieran fondos a terceros, y restringir el pago de dividendos en las instituciones que no cumplen con las exigencias de suficiencia de capital (Aninat y Larraín, 1996). Los mercados financieros chilenos han adquirido también una profundidad que permite la infusión ordenada de nuevos fondos así como su retiro, sin afectar significativamente la calidad de las carteras bancarias (Larraín, 1995).

En las modificaciones a la ley de la banca, aprobadas por el Congreso en 1997, se han incorporado los índices de suficiencia de capital conforme a las pautas del acuerdo de Basilea de 1988. Pero, en la práctica, el capital de los bancos supera con creces la norma de 8% prescrita por dicho acuerdo. Además, el Banco Central impone límites a las posiciones abiertas en divisas de los bancos, pero éstos son todavía bastante generales, en el sentido que no diferencian entre los préstamos otorgados en moneda extranjera a las empresas que obtienen ingresos en moneda extranjera y las empresas cuyos ingresos son en moneda nacional. Estos límites tampoco establecen diferencias entre las distintas monedas extranjeras. El riesgo cambiario es sólo un aspecto de los sistemas de evaluación del riesgo crediticio, que en su conjunto son bastante satisfactorios en Chile. Por lo tanto, esto compensa la debilidad de las normas en materia de posiciones abiertas en divisas.

No obstante, al margen de la calidad de la supervisión prudencial, desequilibrios macroeconómicos que lleven bruscamente a devaluaciones masivas y tasas de interés muy elevadas, burbujas en la bolsa y otros similares pueden deteriorar sorpresivamente las carteras bancarias. Equilibrios macroeconómicos sostenibles son un compañero ineludible de una supervisión prudencial también sostenible.

d) Eficacia de las medidas macroestabilizadoras

¿Cuáles han sido los costos financieros impuestos a los flujos del exterior? El gravamen total consiste en los costos de intereses adicionales por el encaje y el impuesto a los créditos externos. En el cuadro IX. 3 figuran los cálculos. Como resultado de la prolongación (en 1992) del período de retención del encaje a un año completo, independientemente del plazo de vencimiento de la transacción, la tasa impositiva implícita a los préstamos del exterior aumentó en forma notable a medida que se acortan los vencimientos. Esta característica del sistema, que se asemeja en sus efectos a un "impuesto a la Tobin" unilateral (Tobin, 1978), es la lógica que explica la extensión del plazo del encaje hasta un año. Antes de su imposición, la tasa impositiva implícita (en una base anualizada) era idéntica tanto para las transacciones de un trimestre (el período mínimo de retención hasta mayo de 1992) como para las que llegaban hasta un año. Las magnitudes considerables de las tasas de recargo sobre las operaciones de corto plazo, sugieren un fuerte desaliento de los flujos líquidos o más volátiles.

¿Cuán eficaz ha sido el uso del encaje (sumado al manejo del tipo de cambio) en disuadir los flujos de corto plazo e impedir la apreciación excesiva del tipo de cambio? Hay dos tipos de pruebas a las que se puede recurrir. La primera es de carácter cualitativo. Hay consenso en que Chile enfrentó una oferta de financiamiento externo (en relación con su PIB) mayor que la de otras naciones de América Latina, debido a su mejor desempeño económico y a su mayor estabilidad política. Sin embargo, en la primera mitad de los noventa, la apreciación del tipo de cambio y el déficit en cuenta corriente (como proporción del PIB) fueron

Cuadro IX.3
Costo implícito del encaje sobre préstamos externos, 1991-99
 (tasas anuales)

	1991II	1992I	1992II	1996	1997	1998I	1998Q3	1999Q4
Tasa de encaje (%)	20	20	30	30	30	30	10	0
Periodo mínimo de retención (meses)	3	3	12	12	12	12	12	0
LIBOR	5,5	4,3	3,6	5,6	5,8	5,7	5,6	5,3
Impuesto implícito:								
12 meses	1,4	1,2	1,5	2,4	2,5	2,4	0,6	0,0
3 meses	1,4	1,2	6,4	10,2	10,6	10,4	2,6	0,0

Fuente: Cálculos basados en información del Banco Central de Chile. No se incluye el impuesto de 1,2%.

en promedio menores que en los otros países de la región que fueron grandes receptores de capitales (véase Ffrench-Davis, 1999, cap. VIII. C). Además, la IED ha representado una proporción mucho mayor de las entradas en Chile¹². Segundo, estudios econométricos han arrojado evidencia de que las políticas sobre la cuenta de capitales han funcionado relativamente bien. Trabajos recientes indican que la combinación de desincentivos a las entradas de corto plazo con las reformas del régimen cambiario, al menos hasta 1994, había logrado reducir notoriamente la entrada de fondos de corto plazo para el arbitraje de tasas de interés (Agosin, 1998; Larraín, Labán y Chumacero, 1997). Como se indica más adelante, la situación cambió bastante en los últimos años, frente a la nueva oleada masiva de capitales a las economías emergentes y las restricciones que paradójicamente el Banco Central autónomo mantuvo invariables en vez de acentuarlas frente al auge de la oferta en 1996-97 (véase Le Fort y Lehmann, 2000).

Algunos observadores han sostenido que la eficacia de las medidas para desalentar la entrada de capitales es sólo temporal,

12 Cabe señalar que los préstamos asociados a la IED quedaron sujetos a encaje. Dado que el vencimiento promedio de estos préstamos es de unos siete años, la incidencia de la restricción es escasa, pero se evitó el riesgo de que créditos de corto plazo se disfrazasen como de largo plazo.

y que los operadores del sector privado hallan maneras de evadirlas (véase, por ejemplo, Valdés-Prieto y Soto, 1998). En principio, esto puede hacerse mediante varios mecanismos. Uno es la subfacturación de las importaciones o la sobrefacturación de las exportaciones. Otro es demorar el pago de las importaciones o acelerar los ingresos por concepto de exportaciones. Tercero, es posible ingresar fondos a través del mercado informal de divisas. Cuarto, existe también la posibilidad de registrar como IED los fondos de corto plazo; sin embargo, está sería una opción costosa, puesto que la ley chilena exige que la IED permanezca en el país por lo menos un año antes de su repatriación. No obstante, se estaba convirtiendo en un resquicio importante que, como ya se ha señalado, las autoridades acordaron suprimir. Quinto, es posible que los agentes arreglen operaciones con respaldo cruzado en las que, por ejemplo, un agente paga las importaciones con un depósito bancario en Chile y no con divisas; al mismo tiempo, el exportador es pagado en divisas por un banco en su país. Estas formas de evasión (y también otras) son posibles, pero todas tienen su costo, y algunas pueden tener efectos inconvenientes sobre las obligaciones tributarias. Aunque cierto nivel de evasión es inevitable, no hay pruebas que sugieran que las medidas para desalentar las entradas de capital a corto plazo se hayan evadido a gran escala: los flujos de corto plazo fueron limitados.

Sin embargo, es claro que el mantenimiento del encaje con una tasa invariable y/o el hecho de no complementarlo con otras medidas se tornó insuficiente frente a la nueva afluencia masiva de capitales en 1996-97. Además, los precios bursátiles deprimidos a fines de 1995 y un tipo de cambio real en torno al cual había expectativas de apreciación ejercían una atracción sobre las entradas de cartera, como lo atestiguan los considerables ingresos al mercado de valores chileno en 1996-97. Pero cada día, es mayor la probabilidad de que las grandes entradas financieras se conviertan en salidas masivas ante cualquier cambio de expectativas. Chile sufrió ese castigo, más que ningún otro país de América Latina, en 1982. El contagio de la crisis asiática tuvo ese efecto en 1998-2000, aunque moderado.

Desde 1993, la emisión de ADRs secundarios había pasado a ser una gran fuente de entrada de capital de corto plazo con características particularmente volátiles. Así, la extensión del encaje a estas entradas, en 1995, puede considerarse como una acción para solucionar un problema incipiente que ya estaba causando dificultades en la administración de políticas y que podía incluso volverse más importante en el futuro. Es efectivo que, de no haberse impuesto el encaje, las entradas de cartera habrían sido mucho mayores. No obstante, después de una calma transitoria en 1995, volvieron a aumentar a principios de 1996, pagando el costo correspondiente del encaje. La evidencia indica que el derecho de ingreso se consideró barato frente a expectativas muy positivas y una fuerte probabilidad de una mayor apreciación del tipo de cambio real.

Frente a los numerosos estudios que muestran un efecto significativo sobre los flujos de corto plazo, otra línea de ataque contra el uso de desincentivos a esas entradas de capital ha sido sostener que, en cuanto a su comportamiento, es imposible distinguir entre las entradas de capital como la IED o los préstamos de largo plazo, por una parte, y los de corto plazo o líquidos, por la otra. Claessens, Dooley y Warner (1995) sostienen que la composición de los flujos nada tiene que ver con su estabilidad, pues los flujos de largo plazo son tan susceptibles de ser inestables como los de corto plazo¹³.

Con el fin de verificar sus hipótesis para Chile, se aplicaron una serie de pruebas econométricas para determinar el grado de persistencia de diferentes tipos de flujos privados (véase Agosin y Ffrench-Davis, 2001). En primer lugar, un análisis autorregresivo

13 El hecho que sostengan que la IED puede ser tan volátil como los flujos de corto plazo puede explicarse en parte, porque, en los países que seleccionaron, los flujos de IED constituyen un porcentaje muy pequeño del total del financiamiento externo, según las estadísticas del FMI. Las fluctuaciones de las cifras pequeñas tienden a ser mayores que las de las grandes. Por otra parte, el período cubierto por esos autores no incluye la crisis del tequila, cuando los flujos de cartera jugaron un papel significativamente desestabilizador. Es evidente que la inestabilidad se prueba en las situaciones críticas, pero se siembra en las bonanzas.

de datos trimestrales sobre IED, capital de cartera, endeudamiento privado de largo plazo y de corto plazo para el período 1983-95, revela que la IED y el endeudamiento de largo plazo tienen la mayor persistencia. En cambio, los flujos de cartera y el endeudamiento privado de corto plazo carecen de persistencia (Agosin y Ffrench-Davis, 2001, cuadro 4).

En segundo lugar, el coeficiente de variación y el R^2 de las tendencias temporales de las mismas cuatro categorías de flujos indican que la IED es más estable que el endeudamiento de corto plazo y los flujos de cartera. Por último, pruebas de raíz unitaria para series anuales reales correspondientes a 1960-95, señalan que la IED tiene una raíz unitaria, mientras que otros flujos son estacionarios (sin constante o tendencia). Por tanto, en Chile la IED se ha comportado como una variable «permanente» y otros flujos como perturbaciones «transitorias».

Así, podemos concluir que la IED es mucho menos volátil que otras clases de entradas de capital, y que es recomendable centrar las políticas de regulación macroeconómica prudencial, como el encaje, en los flujos de corto plazo o volátiles. Esto es lo que las autoridades chilenas hicieron con éxito. *No cabe duda de que las entradas de cartera y de corto plazo habrían sido mucho mayores si no hubiera existido el encaje.* En adición, la intervención esterilizadora en los mercados de divisas y monetario impidió la apreciación excesiva del tipo de cambio y un auge del consumo, manteniendo así el déficit en cuenta corriente dentro de límites razonables, excepto en 1996-97.

La combinación de políticas que se ha empleado ha tenido costos financieros para la autoridad. La acumulación de grandes volúmenes de reservas de divisas impone un costo financiero a la autoridad, que también es un costo social para la economía, puesto que la rentabilidad de estos activos sobre el exterior suele ser y ha sido inferior a los pagos de intereses por los pasivos del Banco Central que se han emitido para esterilizar los efectos monetarios de la acumulación de reservas, generando grandes pérdidas para el Banco Central. Ése es el costo de un seguro para lograr más estabilidad económica, pero probablemente innecesariamente alto, debido a una acumulación excesiva de re-

servas. Un manejo más flexible por la autoridad del encaje y otros instrumentos complementarios habría moderado ese costo.

3. AHORRO, INVERSIÓN Y CRECIMIENTO

El período transcurrido desde 1989 marca un mejoramiento definido del desempeño del crecimiento de la capacidad productiva, no sólo en comparación con 1974-89, sino también con el más favorable de los años sesenta (véase el cuadro IX. 4). La razón entre la inversión bruta en capital fijo y el PIB se elevó sostenidamente tras haber llegado a su punto mínimo a mediados de los años ochenta, de un 15% en 1983-84 a más de 30% en 1995-98 (todo en moneda de 1986). Considerando lapsos más extensos, esa tasa de inversión se elevó notoriamente, de 18% en 1974-89 a 28% en 1990-98. Este incremento de la formación de capital permitió que Chile lograra un crecimiento promedio del PIB de 7% anual en los noventa.

El aumento de la tasa de ahorro nacional fue también muy acentuado, pasando de 11% en los años ochenta a 22% en los años noventa (todo en moneda corriente, forma como habitualmente se mide el ahorro). Esto indica que el ahorro externo se complementó con el interno, a diferencia de México en los noventa y Chile antes de 1982 (véase Uthoff y Titelman, 1998). Según lo analizado en la sección 1, la afluencia promedio de capital extranjero superó el 6% del PIB en los años noventa, en tanto que el ahorro externo utilizado se redujo al 3,6%, con la diferencia acumulándose en las reservas internacionales de Chile. Esto revela que las políticas de esterilización de la entrada de capitales, al impedir la apreciación excesiva del tipo de cambio real y una brecha externa elevada, permitieron que la economía absorbiera menos capital extranjero que el que se estaba ofreciendo, y lo regulara a montos consistentes con una capacidad de absorción eficiente.

A las políticas chilenas destinadas a restringir la entrada de capitales y moderar la apreciación del tipo de cambio puede atribuírseles parte significativa del éxito logrado con respecto a

Cuadro IX.4
Inversión, ahorro y crecimiento, 1960-2000
 (porcentajes del PIB)^a

	Crecimiento del PIB	Brecha PIB/PIB*	Inversión bruta fija	Ahorro externo	Ahorro nacional
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1960-70	4,2	2,0	21,2	2,5	-
1971-73	0,5	3,6	16,8	2,9	-
1974-81	3,3	8,8	17,8	5,0	12,6
1982-89	2,6	11,6	18,2	6,2	11,5
1990-95	7,8	1,8	26,1	2,5	22,1
1996-97	7,4	-0,9	31,6	5,7	21,2
1998	3,9	2,0	32,2	6,2	21,2
1999	-1,1	8,5	26,9	0,2	21,8
2000	5,4	7,5	26,6	1,6	21,9

Fuente: Cálculos del autor, basados en cuentas nacionales oficiales del Banco Central de Chile.

* Las columnas 1 y 3 se basan en datos en precios constantes de 1986 para 1974-2000 y tasas de cambio para los años previos. La columna 2 es la brecha porcentual entre el PIB efectivo y el potencial^(*), según el gráfico 1.1. Las columnas 4 y 5 se basan en datos en precios corrientes de cada año.

las tasas de inversión, ahorro y crecimiento. Por una parte, la regulación de las entradas ha tenido un impacto positivo sobre la estabilidad macroeconómica y ha contribuido a mantener la demanda efectiva cercana a la capacidad productiva, lo que es esencial para que se eleve el gasto en inversión. Por otra parte, hay indicios de que el ahorro externo e interno tienden a tener un alto grado de sustituibilidad, cuando el ahorro externo llega en flujos financieros y propensos a la volatilidad¹⁴. Entonces estimula el consumo a través de sus efectos sobre la liquidez interna, el tipo de cambio y el precio de los activos. Así, el éxito en mantener el déficit en cuenta corriente y la demanda agregada dentro de límites sostenibles habría contribuido, fuertemente, a incrementar las tasas de inversión y ahorro (véanse Agosin, 1998 y 2001; Solimano, 1990; y Uthoff y Titelman, 1998).

14 Los antecedentes sugieren cierta sustitución de ahorro nacional en 1996-98, que estaría asociada al exceso de ingresos de capitales, al atraso cambiario en ese trienio y al deterioro en los términos de intercambio. No obstante, la tasa de ahorro siguió siendo significativamente mayor que en 1985-89. Véase el cuadro 1.3.

4. ALGUNAS LECCIONES DE LA EXPERIENCIA CHILENA

La experiencia chilena con el manejo macroeconómico prudential de las entradas de capital deja varias lecciones importantes para la política económica. Para los países en desarrollo, los vaivenes de los flujos de capital pueden ser de extraordinaria magnitud en relación con el tamaño de sus economías. Durante los dos últimos decenios, los países latinoamericanos han oscilado entre la gran escasez de la crisis de la deuda (y las crisis Tequila y Asiáticas más efímeras) y la sobreabundancia de capital extranjero durante la mayor parte de los años noventa. Las posturas totalmente pasivas en materia de políticas han llevado inevitablemente a una enorme volatilidad de los macroprecios internos claves (los tipos de cambio y las tasas del interés) y los agregados económicos. Al deprimir la inversión, estas fluctuaciones tienen efectos adversos sobre el crecimiento de largo plazo y sobre el empleo productivo.

En general, las políticas estabilizadoras frente a las entradas de capital y el manejo del tipo de cambio desalentaron los componentes más volátiles e impidieron la apreciación excesiva del tipo de cambio en 1990-95. Sin embargo, en 1996-97, en un nuevo auge de flujos a las economías emergentes, las entradas de capital superaron la capacidad de las autoridades para limitarlas con una intensidad inmutable de los instrumentos de política que utilizaban. El Banco Central fue incapaz de impedir una notoria apreciación real del peso, pese a fuertes compras de divisas. La consiguiente apreciación contribuyó a ampliar el déficit en cuenta corriente, que se empinó a 5,7% del PIB. Cabe destacar que el Banco Central no había dismantelado sus políticas de regulación, como sí lo hicieron otros países de la región. Sin embargo, había indicios claros de que se había vuelto necesario fortalecer los instrumentos para enfrentar flujos financieros excesivamente abundantes, lo que no se hizo.

Con posterioridad, la economía experimentó la contraparte de las grandes entradas financieras: las salidas de capital financiero se concentraron en 1998-99 (véase el cuadro IX.1), con una

depreciación del tipo de cambio nominal, en un proceso de corrección de la desalineación de ese precio macroeconómico. Sin embargo, gracias a la gestión activa de las entradas en la primera mitad de los años noventa, y a su subsistencia en los años siguientes, el déficit acumulado en cuenta corriente en el decenio fue moderado, con un stock de las obligaciones externas relativamente bajo y la participación de los fondos volátiles fue exigua. Lo anterior, sumado a reservas internacionales considerables, ha permitido que Chile enfrente en mejor pie que en las crisis anteriores las duras condiciones del shock comercial provocado por la recesión en Asia. No obstante que Chile sufrió una recesión suave, el costo social y económico ha sido significativo, con una pérdida de producción en 1999 de unos US \$7 mil millones (la brecha aproximada entre el PIB efectivo y la frontera productiva en este año) y una prolongada brecha con la capacidad productiva en 1999-2001. Dos consecuencias fueron una elevada tasa de desempleo (del orden de 10%) y una caída en la inversión de 14%.

Contra lo que opina el neoliberalismo, es posible discriminar entre los flujos que son de carácter estable, de largo plazo y que sí contribuyen al crecimiento del país (como la IED, cuando llega a crear nueva capacidad) y los que son básicamente especulativos y conducen a una excesiva volatilidad interna. En el caso chileno, los desincentivos basados en instrumentos de mercado aplicados a los flujos especulativos no han tenido efectos adversos sobre la IED, que alcanzó niveles sin precedentes durante el decenio. La participación considerable de la IED en las entradas de capital mitiga de hecho los efectos del contagio asiático sobre la balanza de pagos chilena.

Cierta evasión es inevitable: todo sistema de desincentivos, al igual que cualquier tributo, hace que resulte atractivo para algunos operadores tratar de soslayarlos. En el caso chileno, ha sido necesario suprimir resquicios ya que resultaba obvio que los agentes los utilizaban. Sin embargo, la evasión puede minimizarse con un sistema bien diseñado y transparente como el encaje aplicado por Chile, y con un monitoreo continuo por parte de las autoridades durante la primera mitad de los noventa.

El objetivo de sostener el crecimiento económico frente a los flujos de capital volátiles (o precios de exportación volátiles, como los de Chile), exige el uso de una batería de instrumentos de política. En el caso chileno, la combinación de instrumentos análogos a un impuesto para disuadir las entradas especulativas, el funcionamiento de una banda cambiaria reptante con intervención intramarginal (aunque se utilizó en forma demasiado esporádica, según mi opinión), y la esterilización de los efectos monetarios de las entradas de capital, funcionaron bien por varios años. Cabe recordar que el encaje por sí solo (o toda otra política que incremente el costo de los flujos del exterior), aunque claramente útil, no disuade los ataques especulativos cuando se prevén grandes variaciones del tipo de cambio.

Frente a una muy probable nueva afluencia masiva, dos recomendaciones apoyadas en la experiencia de Chile y de otras economías emergentes, surgen con fuerza. Por una parte, no debe dejarse acumular un atraso significativo como en 1996-97. Por otra, es conveniente emplear un paquete de políticas flexibles, y no un instrumento de política rígido y único, cuando surge una nueva oleada masiva de capitales. Además, hay una serie de acciones posibles que complementarían el conjunto de políticas actuales. Respecto a las entradas de cartera, en períodos de grandes entradas de capital, el plazo de aplicación del encaje podría extenderse a más de un año, a fin de elevar el costo de la inversión financiera en Chile. Por otro lado, recientemente han adquirido enorme significación adquisiciones masivas de empresas chilenas "estrellas". Estas operaciones acumulan numerosas inconsistencias, que a través del texto hemos expuesto y recomendado evitar en aras de equilibrios sostenibles y de flujos que refuercen la inversión productiva. A ello agregamos un tema que hemos desarrollado en otra ocasión: el de cómo hacer globalización con integración nacional y equidad (Bouzas y Ffrench-Davis, 1998). Estas operaciones masivas, que aprovechan los diferenciales de tasas de interés (y su fuerte impacto sobre el valor presente de las empresas) y los precios recesionados por ajustes macroeconómicos, impactan masivamente el mercado cambiario; es inversión extranjera que compra activos exis-

tentes en vez de crearlos, el comando estratégico emigra y Chile pierde sus cabezas de puente en la globalización. Todo ello, ¿para qué? Estamos frente a un nuevo "populismo"; se ven los beneficios de unos y se ignoran los costos para el conjunto. La sobreabundancia permite escoger; el escoger permite enfrentar mejor los períodos de escasez.

En cuanto al régimen cambiario, el Banco Central debería retornar a una política *intermedia* entre los dos extremos de moda. El sistema de banda reptante – el sistema *intermedio* utilizado en Chile hasta 1999–, perdió prestigio como resultado de evidentes errores en su aplicación, que incluyeron, primero, la falta de una intervención intramarginal más activa; segundo, el hecho que las ponderaciones asignadas a cada moneda en la canasta usada para determinar el tipo de cambio acuerdo fueron cambiadas arbitrariamente para conseguir un objetivo de corto plazo, y, tercero, la tardanza de la autoridad para reconocer la necesidad de devaluar un tipo de cambio excesivamente apreciado.

El Banco Central operó asimétricamente: en 1996-97 dejó que el tipo de cambio se apreciara y desde fines de 1997 estuvo frenando su alza. Ello provocó una convergencia entre partidarios de una tasa libre y de los exportadores (a quienes no les conviene una tasa permanentemente libre, por la enorme inestabilidad que implica). Así, en septiembre de 1999, el Banco Central decretó la suspensión de la banda cambiaria. Parece aconsejable si se trata de una medida temporal para que el tipo de cambio se devalúe más rápidamente en dirección a un nivel consistente con un saldo externo sostenible, y luego se retoma una banda explícita o implícita, antes del próximo auge financiero. En contraste, si la medida se considera permanente, sería la culminación de una serie de medidas, que convergen a la renuncia de hacer política macroeconómica sostenible, como la hemos definido aquí y en French-Davis (1999, cap. VI): con demanda regulada a niveles cercanos a la frontera productiva y con macroprecios "correctos" o bien alineados. Un tipo de cambio efectivamente libre, en el contexto mundial de masivos flujos volátiles, fluctuaría notablemente, con gran detrimento (luego

de una breve holgura inicial) para los exportadores no tradicionales y para la inversión productiva.

La realidad es que, recientemente, el tipo de cambio ha mostrado gran volatilidad, a pesar de que los flujos de capital no han estado fluctuando significativamente. En efecto, los mercados financieros internacionales han estado más bien *secos* para las economías emergentes.

De hecho, las fluctuaciones del tipo de cambio han sido intensas. La liberalización cambiaria en septiembre de 1999 llevó a una rápida devaluación que se prolongó hasta noviembre de ese año (a \$550 por dólar). Con ello, el tipo de cambio real retornó al nivel promedio de 1995. Sin embargo, la recuperación del optimismo sobre la economía chilena más un mejoramiento en el precio del cobre e importaciones todavía muy deprimidas, se reflejaron en una significativa revaluación en el primer trimestre del 2000 (a \$500). Más tarde, empero, el ajuste de la bolsa de comercio de Estados Unidos en el último trimestre del 2000 devolvió su valor perdido al tipo de cambio real (a \$580). A comienzos del 2001 volvió en parte la confianza a los mercados financieros internacionales y a Chile, lo que dio lugar a una nueva revaluación (a \$557); más adelante, una onda de pesimismo y un proceso devaluatorio habían llevado al tipo de cambio a \$690 en septiembre, siendo éste el nivel de los últimos años que más se aproxima a lo requerido por la economía chilena; no obstante, nada asegura la permanencia en ese nivel de "equilibrio". Esto confirma nuestras expectativas sobre la extrema inestabilidad cambiaria en un régimen completamente flotante. Cualquier noticia de corto plazo, buena o mala, internacional o nacional, tenderá a afectar los valores presente (*spot*) y futuro del tipo de cambio. Por supuesto, la inestabilidad sería más nociva con un largo proceso de apreciación, en un ciclo prolongado como resultado de un nuevo auge de capital financiero.

REFERENCIAS

- Agosin, M. R. (1998), "Entrada de capitales y desempeño de la inversión: Chile en los años noventa", en Ffrench-Davis y Reisen (1998).
- (2001), "What Accounts for the Chilean Saving "Miracle"?", *Cambridge Journal of Economics*, por aparecer.
- y R. Ffrench-Davis (2001), "Managing capital inflows in Chile", en S. Griffith-Jones, M.F. Montes y A. Nasution (eds.), *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*, Oxford University Press/WIDER, Londres y Nueva York.
- Altimir, O. (1979), "La dimensión de la pobreza en América Latina", *Cuadernos de la CEPAL*, N° 27, Santiago.
- Aninat, A. (1978), "El programa de liberación y el Arancel Extetno Común en el Acuerdo de Cartagena", en E. Tironi (ed.), *El Pacto Andino: carácter y perspectivas*, Instituto de Estudios Peruanos, Lima.
- Aninat, E. y C. Larraín (1996), "Flujos de capitales: lecciones a partir de la experiencia chilena", *Revista de la CEPAL* 60, diciembre.
- Atellano, J. P. (1983), "De la liberalización a la intervención: el mercado de capitales en Chile, 1974-83", *Colección Estudios CIEPLAN* 11, diciembre.
- (1985), *Políticas sociales y desarrollo, 1924-84*, Ediciones CIEPLAN, Santiago.
- (1989), "La seguridad social en Chile en los años 90", *Colección Estudios CIEPLAN* 27, diciembre.
- y R. Cortázar (1982), "Del milagro a la crisis: algunas reflexiones sobre el momento económico", *Colección Estudios CIEPLAN* 8, julio.

- y M. Marfán (1986), "Ahorro-inversión y relaciones financieras en la actual crisis económica chilena", *Colección Estudios CIEPLAN* 20, diciembre.
- y J. Ramos (1987), "Capital Flight in Chile", en D. Lessard y J. Williamson (eds.), *Capital Flight and Third World Debt*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Bacha, E. (1983), «Apertura financiera y sus efectos en el desarrollo nacional», en Ffrench-Davis (1983a).
- y C. Díaz-Alejandro (1983), "Mercados financieros: una visión desde la semiperiferia", en Ffrench-Davis (1983a).
- Balassa, B. (1977), *Policy Reforms in Developing Countries*, Pergamon Press, Nueva York.
- Baldwin, R. (1981), "Restricciones no arancelarias del comercio internacional", en R. Ffrench-Davis (ed.), *Lecturas sobre intercambio y desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Banco Central de Chile, *Balanza de Pagos*, publicación anual, Santiago.
- , *Boletín Mensual*, varios números, Santiago.
- , *Deuda externa de Chile*, publicación anual, Santiago.
- , *Estudios monetarios*, varios números, Santiago.
- , *Memoria Anual*, publicación anual, Santiago.
- (1988), "Conferencia de inversiones en Chile", Conferencia organizada por Euromoney, *Estudios Monetarios* X, Santiago.
- (1990), "Formación bruta de capital fijo: 1960-89", *Boletín Mensual* N° 748, junio.
- Banco Mundial (1989), *World Debt Tables 1989-90*, Washington, D.C., diciembre.
- (1997), *Chile: Poverty and Income Distribution in a High-Growth Economy*, Informe N° 16.377-CH, noviembre.
- Bande, J. y R. Ffrench-Davis (1989), "Copper Policies and the Chilean Economy: 1973-88", *Notas Técnicas* N° 131, CIEPLAN, junio.
- Bank for International Settlements, *Annual Report*, BIS, Basilea.

- Benavente, J. M. y G. Crespi (1998), "Sesgos y debilidades del SNI en Chile", en M. Agosin y N. Saavedra (eds.), *Sistemas nacionales de innovación: ¿qué puede América Latina aprender de Japón?*, Dolmen Ediciones, Santiago.
- Bergsman, J. y W. Edisis (1988), "Debt-Equity Swaps and Foreign Direct Investment in Latin America", *International Finance Corporation*, Washington, D.C., agosto.
- Behrman, J. (1976), *Foreign Trade Regimes and Economic Development: Chile*, NBER, Nueva York.
- Beyer, H. (1997), "Distribución del ingreso: antecedentes para la discusión", *Estudios Públicos* N° 65, CEP, verano.
- Bhagwati, J. (1978), *Foreign Trade Regimes and Economic Development: Anatomy and Consequences of Exchange Control Regimes*, NBER, Nueva York; cap. VIII, y en R. Ffrench-Davis (ed.), *Lecturas sobre intercambio y desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, México, 1981.
- BID (1982), *Progreso económico y social en América Latina: el sector externo*, Informe 1982, Washington, D.C.
- Bitar, S. (1979), *Transición, socialismo y democracia: la experiencia chilena*, Siglo XXI, México.
- Bouzas, R. y R. Ffrench-Davis, eds., (1990), *Conversión de deuda y financiación del desarrollo en América Latina*, Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.
- (1998), "La globalización y la gobernabilidad de los países en desarrollo", *Revista de la CEPAL*, Número extraordinario, octubre.
- Bravo, D. y A. Marinovic (1998), "Wage Inequality in Chile: 40 Years of Evidence", manuscrito no publicado.
- y D. Contreras (1999), "La distribución del ingreso en Chile, 1990-96: análisis del impacto del mercado del trabajo y las políticas sociales", Departamento de Economía, Universidad de Chile, Santiago.
- Brunner, J. J. (1981), *La cultura autoritaria en Chile*, FLACSO, Santiago.
- Budnevich, C. y G. Le Fort (1997), «Capital Account Regulations and Macroeconomic Policy: Two Latin American Experiences», en

- UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. VIII, Nueva York y Ginebra.
- Cabezas, M. (1988), "Revisión metodológica y estadística del gasto social en Chile: 1970-86", *Notas Técnicas* N° 114, CIEPLAN, mayo.
- Calderón, A. y S. Griffith-Jones (1995), «Los nuevos flujos de capital extranjero en la economía chilena: acceso renovado y nuevos usos», *Serie Desarrollo Productivo*, N° 24, CEPAL, Santiago.
- Calvo, G. y E. Mendoza (1996), "Petty Crime and Cruel Punishment: Lessons from the Mexican Debacle", *American Economic Review*, vol. 86, N° 2, marzo.
- L. Leiderman, y C. Reinhart (1993), "Capital Inflows and Real Exchange Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, Vol. 40, N° 1, marzo.
- Campero, G. y J. Valenzuela (1981), "El movimiento sindical chileno en el capitalismo autoritario", *ILT-Academia de Humanismo Cristiano/IPET*, Santiago, diciembre.
- CEPAL (1964), *El financiamiento externo de América Latina*, Santiago.
- (1988), "La evolución del problema de la deuda externa en América Latina y el Caribe", *Estudios e Informes de la CEPAL* N° 72, Santiago.
- (1991), "Una estimación de la magnitud de la pobreza en Chile", *Colección Estudios CIEPLAN* 31, marzo.
- (1997), "Evolución reciente de la pobreza en Chile", (LC/R.1773), Santiago, diciembre.
- (1998), *Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, Fondo de Cultura Económica, Santiago.
- CIEPLAN, varios autores (1982), *Modelo económico chileno: trayectoria de una crítica*, Editorial Aconcagua, Santiago.
- (1983), *Reconstrucción económica para la democracia*, Editorial Aconcagua, Santiago.
- Círculo de Economía (1980), *Seminario sobre políticas económicas para el desarrollo y la igualdad*, varios autores, Academia de Humanismo Cristiano, Santiago, junio.

- Claessens, S., M. P. Dooley, y A. Warner (1995), "Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?", *The World Bank Economic Review*, Vol. 9, N° 1, enero.
- Coeymans, J. (1999), "Determinantes de la productividad en Chile: 1961-97", *Cuadernos de Economía* N° 107, abril.
- Contreras, D. y J. Ruiz-Tagle V. (1997), "¿Cómo medir la distribución de ingresos en Chile?", *Estudios Públicos* N° 65, CEP, verano.
- Corbo, V. (1985), "Reforms and Macroeconomic Adjustments in Chile During 1974-84", en V. Corbo y J. de Melo (eds.), *Liberalization with Stabilization in the Southern Cone of Latin America*, *World Development*, vol. 13, N° 8, agosto.
- y P. Meller (1977), "Sustitución de importaciones, promoción de exportaciones y empleo: el caso chileno", *Colección Estudios CIEPLAN* 15, julio.
- Cortázar, R. (1983), "Chile: resultados distributivos, 1973-82", *Notas Técnicas* N° 57, CIEPLAN, junio.
- , ed., (1986), *Políticas macroeconómicas: una perspectiva latinoamericana*, CIEPLAN, Santiago y Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.
- (1995), "Una política laboral para una nueva realidad", en Pizarro, Raczynski y Vial (1995).
- y J. Marshall (1980), "Índice de precios al consumidor en Chile: 1970-78", *Colección Estudios CIEPLAN* 4, noviembre.
- y J. Vial, eds., (1998), *Construyendo opciones: propuestas económicas y sociales para el cambio de siglo*, Dolmen Ediciones, Santiago.
- Cowan, K. y J. De Gregorio (1996), "Distribución y pobreza en Chile: ¿estamos mal? ¿han habido progresos? ¿hemos retrocedido?", *Estudios Públicos* N° 64, CEP, primavera.
- Crispi, J. (1982), "El agro chileno después de 1973: expansión capitalista y campesinización pauperizante", *Revista Mexicana de Sociología*, vol. 44, N° 2, abril-junio.
- Dahse, F. (1979), *Mapa de la extrema riqueza. Los grupos económicos y el proceso de concentración de capitales*, Editorial Aconcagua, Santiago.

- (1982), "El poder de los grupos económicos nacionales", mimeo, Santiago, junio.
- De Gregorio, J. y O. Landerretche (1998), "Equidad, distribución y desarrollo integrador", en Cortázar y Vial (1998).
- De la Cuadra, S. (1974), "La protección efectiva en Chile", *Documento de Trabajo* N° 22, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile, Santiago.
- (1981), "Política cambiaria y deuda externa", *Boletín Mensual* N° 639, Banco Central, mayo.
- y D. Hachette (1992), *Apertura comercial: la experiencia chilena*, Editorial de Economía y Administración, Universidad de Chile, Santiago.
- Departamento de Economía, *Comentarios sobre la situación económica*, publicación semestral, Universidad de Chile.
- Devlin, R. (1989), *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton University Press, Princeton.
- y R. Ffrench-Davis (1995), "The Great Latin American Debt Crisis: A Decade of Asymmetric Adjustment", en G. Helleiner (ed.), *Poverty, Prosperity and the World Economy*, Macmillan, Londres; reeditado en Ffrench-Davis (1999, cap. IV).
- Díaz-Alejandro, C. F. (1985), "Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, Vol. 19, N° 1/2, septiembre-octubre.
- DIPRES (1978), *Somos realmente independientes gracias al esfuerzo de todos los chilenos*, Ministerio de Hacienda, Santiago.
- *Estadísticas de las finanzas públicas*, Ministerio de Hacienda, varios números, Santiago.
- Dornbusch, R. (1988a), "The Debt Problem and Options for Reversing Resource Transfers", en IIMC (ed.), *Capitalización de la deuda externa en América Latina*, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Caracas.
- (1988b), "Our LDC Debts", en M. Feldstein (ed.), *The United States and the World Economy*, The University of Chicago Press-NBER.

- Edwards, S. y A. Cox-Edwards (1987), *Monetarism and Liberalization: The Chilean Experiment*, Ballinger, Cambridge, Mass.
- Elórtegui, C. (1988), *Endeudamiento externo y conversión de deuda en la economía chilena*, Ediciones Universitarias de Valparaíso, Universidad Católica de Valparaíso.
- Encina, F. (1911), *Nuestra inferioridad económica*, reproducido en 1955 por la Editorial Universitaria, Santiago.
- Errázuriz, E. (1987), "Capitalización de la deuda externa y desnacionalización de la economía chilena", *Documento de Trabajo* N° 57, PET, agosto.
- Eyzaguirre, N. (1988), "La deuda interna chilena, 1975-85", en Massad y Zahler (1988).
- Felix, D. y J. Caskey (1990), "The Road to Default: An Assessment of Debt Crisis Management in Latin America", en D. Felix (ed.), *Debt and Transfiguration? Prospects for Latin America's Revival*, M. E. Sharpe, Inc., Nueva York.
- Feres, J.C. (2001), "Evidencia empírica en torno a la medición de la desigualdad: algunas advertencias metodológicas", manuscrito, CEPAL.
- Ffrench-Davis, R. (1964), "Elementos para una política de comercio exterior", *Diálogos sobre el Desarrollo Económico de Chile*, Instituto de Economía, Universidad de Chile, julio; reproducido en *Cuadernos de Economía* N° 5, abril de 1965.
- (1973), *Políticas económicas en Chile: 1952-70*, Ediciones Nueva Universidad, Santiago.
- (1979a), *Economía internacional: teorías y políticas para el desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, México; segunda edición 1985.
- (1979b), "Exportaciones e industrialización en un modelo ortodoxo: Chile, 1973-78", *Revista de la CEPAL* N° 9, diciembre.
- , comp., (1983a), *Relaciones financieras externas y desarrollo nacional en América Latina*, Fondo de Cultura Económica, México.
- (1983b), "El problema de la deuda externa en América Latina: tendencias y perspectivas", *Integración Latinoamericana*, INTAL, Buenos Aires; y en BID (1982).

-
- (1983c), “Una estrategia de apertura externa selectiva”, en *Reconstrucción económica para la democracia*, en CIEPLAN (1983).
- (1984), “Índice de precios externos: un indicador para Chile de la inflación internacional, 1952-83”, *Colección Estudios CIEPLAN* 13, junio.
- (1992), “Adjustment and Conditionality in Chile, 1982-88”, en S. Griffith-Jones y E. Rodríguez (1992).
- (1999), *Macroeconomía, comercio, finanzas: para reformar las reformas en América Latina*, McGraw-Hill Interamericana, Santiago.
- y J.P. Arellano (1981), “Apertura financiera externa: la experiencia chilena en 1973-80”, *Colección Estudios CIEPLAN* 5, julio; y en French-Davis (1983a).
- y C. Carrasco (1969), “Cuatro años de experiencia con una nueva política cambiaria”, *Boletín Mensual* N° 498, Banco Central de Chile, agosto; y *Boletín Mensual*, CEMLA, México, junio.
- y J. De Gregorio (1987), “Orígenes y efectos del endeudamiento externo en Chile: antes y después de la crisis”, *El Trimestre Económico* N° 213 y 214, México, enero-marzo.
- y S. Griffith-Jones, comps., (1995), *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina: fuentes, efectos y políticas*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F. y Santiago.
- y M. Marfán (1989), “Selective Policies Under a Structural Foreign Exchange Shortage”, *Journal of Development Economics*, Vol. 29, y *Notas Técnicas* N° 126, CIEPLAN, febrero.
- y D. Raczynski (1990), “The Impact of Global Recession and National Policies on Living Standards: Chile, 1973-89”, *Notas Técnicas* N° 97, tercera edición, CIEPLAN, noviembre.
- y H. Reisen, comps., (1998), *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, McGraw-Hill, Santiago, segunda edición.
- y R. Sáez (1995), “Comercio y desarrollo industrial en Chile”, *Colección Estudios CIEPLAN* 41, diciembre.
- y E. Tironi, comps., (1974), *El cobre en el desarrollo nacional*, Ediciones Nueva Universidad, Santiago.

-
- , M. R. Agosin, y A. Uthoff (1995), "Movimiento de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones (1995).
- , P. Leiva y R. Madrid (1992), "La apertura comercial en Chile: experiencias y perspectivas", *Estudios de Política Comercial*, No 1, UNCTAD, Ginebra; versión abreviada en *Pensamiento Iberoamericano* N° 21.
- Fischer, R. (1991), "Efectos de una apertura comercial sobre la distribución del ingreso", *Colección Estudios CIEPLAN* 33, diciembre.
- Fishlow, A. (1983), "La deuda externa latinoamericana: problema o solución", en Ffrench-Davis (1983a).
- Fontaine, J.A. (1988), "Los mecanismos de conversión de deuda en Chile", *Estudios Públicos* N° 30, CEP, otoño.
- (1989), "The Chilean Economy in the 1980s: Adjustment and Recovery", en S. Edwards y F. Larraín (eds.), *Debt, Adjustment and Recovery: Latin America's Prospects for Growth and Development*, Basil Blackwell, Oxford.
- Foxley, A. (1980), "Hacia una economía de libre mercado: Chile 1974-78", *Colección Estudios CIEPLAN* 4, noviembre.
- (1982), "Experimentos neoliberales en América Latina", *Colección Estudios CIEPLAN* 7, marzo, número especial.
- , E. Aninat y J. P. Arellano (1980), *Las desigualdades económicas y la acción del Estado*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Franco Mesa, J. (1980), "¿Qué sucede en la agricultura?", *Revista Mensaje* N° 292.
- Frank, Ch., K. Kim y L. Westphal (1975), *Foreign Trade Regimes and Economic Development: South Korea*, NBER, Nueva York.
- Frenkel, R. (1983), "La apertura financiera externa: el caso argentino", en Ffrench-Davis (1983a).
- (1990), "El régimen de alta inflación y el nivel de actividad", en J.P. Arellano (ed.), *Inflación rebelde en América Latina*, CIEPLAN, Santiago.
- Garcés, F. (1990), "Normativa vigente para la inversión extranjera (Capítulo XIX)", *Boletín Mensual* N° 747, Banco Central de Chile, mayo.

- Gémines (1987), "Operaciones con pagarés (Capítulo XIX)", *Informe Gémines* N° 84, Santiago, septiembre.
- Griffith-Jones, S. (1998), *Global Capital Flows*, Macmillan, Londres.
- y E. Rodríguez, comps., (1992), *Cross conditionality, banking regulation and Third World debt*, Macmillan, Londres.
- Hachette, D. (1976), "Estrategias de liberalización del comercio exterior chileno", *Estudios Monetarios IV*, Banco Central de Chile.
- y R. Lüders (1992), *La privatización en Chile*, Centro Internacional para el Desarrollo Económico (CINDE), Santiago.
- Harberger, A. (1985), "Observations on the Chilean Economy, 1973-83", *Economic Development and Cultural Change* N° 33, abril.
- Held, G. y F. Jiménez (2001), "Liberalización, crisis y reforma del sistema financiero chileno", en proceso, CEPAL.
- Helpman, E., L. Leiderman, y G. Bufman (1994), «A New Breed of Exchange Rate Bands: Chile, Israel and Mexico», *Economic Policy*, N° 19, octubre.
- Herrera, J. E. y J. Morales (1979), "La inversión financiera externa: el caso de Chile, 1974-78", *Colección Estudios CIEPLAN* 1, julio.
- Hirschman, A. (1994), "La conexión intermitente entre el progreso político y el económico", *Estudios Públicos* N° 56, CEP, primavera.
- Hofman, André (1999), *The Economic Development of Latin America in the Twentieth Century*, ECLAC, Edward Elgar, Aldershot, Great Britain, December.
- INE (1999), "V Encuesta de Presupuestos Familiares, 1996-97", *Serie de Estadísticas Sociales* N° 1, junio.
- Instituto Textil de Chile (1978), "Estudio de la evolución económica del sector textil: período 1974-1977", Santiago.
- Jadresic, E. (1986), "Evolución del empleo y desempleo en Chile: 1970-85, Series anuales y trimestrales", *Colección Estudios CIEPLAN* 20, diciembre.
- (1990), "Salarios reales en Chile: 1960-88", *Notas Técnicas* N° 134, CIEPLAN, septiembre.

- Jorgensen, E. y J. Sachs (1988), "Default and Renegotiation of Latin American Foreign Funds in the Interwar Period", *Working Paper* N° 2636, NBER, Cambridge, Ma.
- JUNAC (1976), "Protecciones efectivas vigentes en los Países Miembros", JPE, mimeo, junio.
- Krugman, P. (1990), *The age of diminished expectations*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Labán, R. y F. Larraín (1997), «Can a Liberalization of Capital Outflows Increase Net Capital Inflows?», *Journal of International Money and Finance*, vol. 16, N° 3.
- Lahera, E. (1981), "Las empresas transnacionales en la economía chilena", *Revista de la CEPAL* N° 14, agosto.
- (1987), "La conversión de la deuda externa vista desde América Latina", *Revista de la CEPAL* N° 32, agosto.
- Larrañaga, O. (2001), "Distribución de ingresos: 1958-2001", en R. Ffrench-Davis y B. Stallings (eds.), *Reformas, crecimiento y políticas sociales en Chile desde 1973*, LOM Ediciones, Santiago.
- Larraín, C. (1995), "Internacionalización y supervisión de la banca en Chile", *Estudios Públicos* N° 60, CEP, primavera.
- Larraín, F. (1988), "Debt-Reduction Schemes and the Management of Chilean Debt", Banco Mundial, Washington, D.C., diciembre.
- (1991), "Public Sector Behavior in a Highly Indebted Country: The Contrasting Chilean Experience, 1970-85", en F. Larraín y M. Selowsky (eds.), *The Public Sector and the Latin American Crisis*, ICS Press, San Francisco.
- y A. Velasco (1990), "Can Swaps Solve the Debt Crisis? Lessons From the Chilean Experience", *Princeton Studies in International Finance*, Princeton.
- y R. Vergara, eds., (2000), *La transformación económica de Chile*, Centro de Estudios Públicos, Santiago.
- , R. Labán y R. Chumacero (1997), "What Determines Capital Inflows? An Empirical Analysis for Chile", *Faculty Research Working Paper Series*, N° R97-18, John F. Kennedy School of Government University of Harvard, abril.

- Le Fort, G. y S. Lehmann (2000), "El encaje, los flujos de capitales y el gasto: una evaluación empírica", *Documento de Trabajo* N° 64, Banco Central de Chile, diciembre.
- Little, I, T. Scitovsky y M. Scott (1970), *Industry and Trade in Some Developing Countries*, Oxford University Press, Londres.
- Lüders, R. (1980), "Estrategias de desarrollo industrial y sus resultados: el caso de Chile", Simposium Internacional sobre *Política industrial en la década de los 80*, Ministerio de Industria y Energía, Madrid, mayo.
- Marcel, M. (1989), "Privatización y finanzas públicas: el caso de Chile, 1985-88", *Colección Estudios CIEPLAN* 26, junio.
- y P. Meller (1983), "Indicadores líderes de recesión y expansión económica", *Colección Estudios CIEPLAN* 11, diciembre.
- (1986), "Empalme de las cuentas nacionales de Chile 1960-85. Métodos alternativos y resultados", *Colección Estudios CIEPLAN* 20, diciembre.
- Marfán, M. (1984), "Políticas reactivadoras y recesión externa: Chile 1929-38", *Colección Estudios CIEPLAN* 12, diciembre.
- (1992), "Re-estimación del PGB potencial en Chile: implicancias para el crecimiento", *Cuadernos de Economía* N° 87, año 29, agosto.
- y B. Bosworth (1994), "Saving, Investment, and Economic Growth", en B. Bosworth, R. Dornbusch y R. Labán (eds.), *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*, The Brookings Institution, Washington, D. C.
- Marshall, J. (1981), "El gasto público en Chile: 1969-1979", *Colección Estudios CIEPLAN* 5, julio.
- Massad, C. (1975), "La paradoja de septiembre de 1975", *Estudios de Economía* N° 5, primer semestre.
- (2000), "Capital Flows in Chile: Changes and Policies in the Nineties", en J.A. Ocampo, S. Zamagni, R. Ffrench-Davis y C. Pietrobelli (eds.), *The Globalization of Financial Markets and the Emerging Economies*, CEPAL/Instituto Maritain, Santiago.
- y R. Zahler, eds., (1988), *Deuda interna y estabilidad financiera*, Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.

- McKinnon, R. (1977), "La intermediación financiera y el control monetario en Chile", *Cuadernos de Economía* N° 43, diciembre.
- (1981), "Foreign Exchange Policy and Economic Liberalization in LDCs", Alternativas de políticas financieras en economías pequeñas y abiertas al exterior, *Estudios Monetarios VII*, Banco Central de Chile, Santiago.
- Meller, P. (1986), "Un enfoque analítico empírico de las causas del actual endeudamiento externo chileno", *Colección Estudios CIEPLAN* 20, diciembre.
- (1996), *Un siglo de economía política chilena, 1890-1990*, Andrés Bello, Santiago.
- y A. Solimano (1983), "Inestabilidad financiera, burbujas especulativas y tasa de interés real: Chile, 1975-83", CIEPLAN.
- Mendive, P. (1978), "Proteccionismo y desarrollo: nuevos obstáculos de los centros al comercio internacional", *Revista de la CEPAL* N° 6, segundo semestre.
- MIDEPLAN (1999), "Pobreza y distribución del ingreso en Chile, 1990-98", Resultados de la VII encuesta de caracterización socioeconómica nacional (CASEN 1998) *Documento* N° 1, julio.
- Ministerio de Hacienda, *Exposición sobre el estado de la Hacienda Pública*, publicación anual.
- (1985), *Financial Package*, República de Chile, junio.
- Mizala, A. (1992), "Las reformas económicas de los años setenta y la industria manufacturera", *Colección Estudios CIEPLAN* 35, septiembre.
- Moguillansky, G. (1999), *La inversión en Chile: ¿el fin de un ciclo de expansión?*, Fondo de Cultura Económica, Santiago.
- Molina, S. (1972), *El proceso de cambio en Chile*, Editorial Universitaria, Santiago.
- Monckeberg, F. (1998), *Jaque al subdesarrollo ahora*, Dolmen Ediciones, Santiago.
- Morandé, F. y R. Vergara, eds., (1997), *Análisis empírico del crecimiento en Chile*, Centro de Estudios Públicos (CEP), ILADES/ Georgetown University, Santiago.

- Morgan Guarantee Trust (1987), "Debt-Equity Swaps", *World Financial Markets*, junio-julio.
- Moulian, T. (1982), "Desarrollo político y estado de compromiso, desajuste y crisis estatal en Chile", *Colección Estudios CIEPLAN* 8, julio.
- y P. Vergara (1979), "Coyuntura económica y reacciones sociales: las fases de la política económica en Chile, 1973-78", *Apuntes CIEPLAN* 22, noviembre.
- (1980), "Estado, ideología y políticas económicas en Chile: 1973-78", *Colección Estudios CIEPLAN* 3, junio.
- Muñoz, O. (1986), *Chile y su industrialización: pasado, crisis y opciones*, Ediciones CIEPLAN, Santiago.
- , comp. (2000), *El Estado y el Sector Privado: construyendo una nueva economía en los años 90*, FLACSO/Dolmen Ediciones, Santiago.
- y A. M. Arriagada (1977), "Orígenes políticos y económicos del estado empresarial en Chile", *Colección Estudios CIEPLAN* 16, septiembre.
- Ocampo, J. A., ed., (1994), *Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas*, Red de Centros de Investigación Económica Aplicada, FEDESARROLLO y Banco Interamericano de Desarrollo, Bogotá.
- Ortega, E. (1987), *Transformaciones agrarias y campesinado: de la participación a la exclusión*, Ediciones CIEPLAN, Santiago.
- Perry, G. y R. Junguito (1981), "Política económica y endeudamiento externo en Colombia en la década de los setenta", en R. Ffrench-Davis (ed.), *Lecturas sobre intercambio y desarrollo*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Pinto, A. (1973), *Chile, un caso de desarrollo frustrado*, Editorial Universitaria, Santiago.
- (1981), "Chile: el modelo ortodoxo y el desarrollo nacional", *El Trimestre Económico* N° 192, México, octubre-diciembre.
- Pizarro, C., D. Raczynski y J. Vial, eds., (1995), *Políticas económicas y sociales en el Chile democrático*, CIEPLAN/UNICEF, Santiago.

- PNUD (1998), *Desarrollo Humano en Chile 1998: las paradojas de la modernización*, Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo, Santiago.
- Política y Espíritu (1975), "Informe económico", *Política y Espíritu* N° 357.
- Raczynski, D. (1995), "Focalización de programas sociales: lecciones de la experiencia chilena", en Pizarro, Raczynski y Vial (1995).
- y C. Oyarzo (1981), "¿Por qué cae la tasa de mortalidad infantil en Chile?", *Colección Estudios CIEPLAN* 6, diciembre.
- Ramos, J. (1975), "El costo social: hechos e interpretaciones", *Estudios de Economía*, segundo semestre.
- (1978), "Inflación persistente, inflación reprimida e interpretaciones: lecciones de inflación y estabilización en Chile", *Desarrollo Económico* N° 69, vol. 18, Buenos Aires, abril-junio.
- (1986), *Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-83*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- (1991), "Equilibrios macroeconómicos y desarrollo", en: O. Sunkel (ed.), *En busca del desarrollo perdido: un enfoque neoestructuralista*, Fondo de Cultura Económica, México..
- Reinstein, A. y F. Rosende (2000), "Reforma Financiera en Chile", en Larraín y Vergara (2000).
- Robbins, D. (1994), "Relative wage structure in Chile, 1957-1992: changes in the structure of demand for schooling", *Estudios de Economía*, Universidad de Chile, octubre.
- Robichek, W. (1981), "Some Reflections About External Public Debt Management", *Alternativas de políticas financieras en economías pequeñas y abiertas al exterior*, *Estudios Monetarios VII*, Banco Central de Chile.
- Rodrik, D. (2001), "¿Por qué hay tanta inseguridad económica en América Latina?", *Revista de la CEPAL* N° 73, abril.
- Roldós, J. (1997), "El crecimiento del producto potencial en mercados emergentes: el caso de Chile", en Morandé y Vergara (1997).
- Roningén, V. y A. Yeats (1976), "Non-Tariff Distortions of International Trade: Some Preliminary Empirical Evidence", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 112.

- Ruiz-Tagle P., J. (1979), "Seis años de política social: una revolución en marcha", *Revista Mensaje* N° 282
- (1980), "Desarticulación de la educación", *Revista Mensaje* N° 291.
- (1981), "Reformas en la educación superior", *Revista Mensaje* N° 297.
- Ruiz-Tagle V., J. (1999), "Chile: 40 años de desigualdad de ingresos", Tesis para optar al grado de Magister en Economía, Departamento de Economía, Universidad de Chile, Santiago.
- Sachs, J. (1987), "Trade and Exchange-rate Policies in Growth-oriented Adjustment Programs", en V. Corbo, M. Goldstein y M. Khan, (eds.), *Growth-oriented Adjustment Programs*, FMI y Banco Mundial, Washington, D.C.
- , A. Tornell, y A. Velasco (1996), "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", *Brookings Papers on Economic Activity* N° 1.
- Sanfuentes, A. (1987), "La deuda pública externa de Chile entre 1818 y 1935", *Notas Técnicas* N° 96, CIEPLAN, marzo.
- Sanhueza, G. (1999), "La crisis financiera en los años ochenta en Chile: análisis de sus soluciones y su costo", *Economía Chilena*, Vol. 2, N° 1, Banco Central de Chile, abril.
- Scherman, J. (1980), "La industria textil y de prendas de vestir y la apertura al exterior: Chile 1974-78", *mimeo*, CIEPLAN, octubre.
- (1981), "Estadísticas básicas del sector industrial externo chileno", *Notas Técnicas* N° 35, CIEPLAN, agosto.
- Schmidt-Hebbel, K. (1988), "Consumo e inversión en Chile (1974-1982): una interpretación 'real' del boom", en F. Morandé y K. Schmidt-Hebbel (eds.), *Del auge a la crisis de 1982*, ILADES, Santiago.
- y L. Servén (1999), "Saving in the world: the stylized facts", en K. Schmidt-Hebbel y L. Servén (eds.), *The Economics of Savings and Growth: Theory, Evidence and Implications for Policy*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Sociedad de Fomento Fabril, *Encuesta Industrial Trimestral*, 1977-79, N°s I a IV, Santiago.

- Solimano, A. (1990), "Inversión privada y ajuste macroeconómico. La experiencia chilena en la década de los 80", *Colección Estudios CIEPLAN* 28, marzo.
- Stiglitz, J. (1998), "The Role of the Financial System in Development", documento presentado en la Fourth Annual Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean (LAC ABCDE), San Salvador, El Salvador, junio.
- Tapia, D. (1979), "Apertura al mercado financiero internacional", en *Institucionalidad económica e integración financiera con el exterior*, Instituto de Estudios Bancarios, Santiago.
- Tironi, E. y J. Barría (1978), "La Disputada: de la Enami a la Exxon", *Revista Mensaje* N° 271.
- Titelman, D. (2001), "Reformas al financiamiento del sistema de salud en Chile", en proceso, CEPAL.
- Tobin, J. (1978), "A Proposal for International Economic Reform", *Eastern Economic Journal*, 4, julio-octubre.
- Torche, A. (1987), "Distribuir el ingreso para satisfacer las necesidades básicas", en F. Larraín (ed.), *Desarrollo económico en democracia: proposiciones para una sociedad libre y solidaria*, Ediciones Universidad Católica de Chile, Santiago de Chile.
- Tybout, J., J. de Melo y V. Corbo (1991), "The effects of trade reforms on scale and technical efficiency: new evidence from Chile", *Policy Research and External Affairs Working Papers* N° 481, Banco Mundial, Washington, D.C.
- Uthoff, A. y D. Titelman (1998), "La relación entre el ahorro externo y el ahorro nacional en contextos de liberalización financiera", en Ffrench-Davis y Reisen (1998).
- Valdés, R. (1992), "Cuantificación de la reestructuración sectorial generada por la liberalización comercial chilena", *Colección Estudios CIEPLAN* 35, septiembre.
- Valdés, S. (1989), "Orígenes de la crisis de la deuda. ¿Nos sobreendeudamos o nos prestaron en exceso?", *Estudios Públicos* N° 33, CEP, verano.
- y M. Soto (1998), "New Selective Capital Controls in Chile: Are They Effective?", *Empirica* 25(2).

- Vergara, P. (1980), "Apertura externa y desarrollo industrial en Chile: 1974-78", *Colección Estudios CIEPLAN* 4, noviembre.
- (1981), "Las transformaciones de las funciones económicas del Estado de Chile bajo el régimen militar", *Colección Estudios CIEPLAN* 5, julio.
- Vial, J. (1988), "An Econometric Study of the World Copper Market", *Notas Técnicas* N° 112, CIEPLAN, mayo.
- Vignolo, C. (1980), "Inversión extranjera en Chile, 1974-79", *Revista Mensaje* N° 286.
- (1982), "El cobre en el desarrollo nacional: evolución reciente, perspectivas y estrategias", Centro de Estudios del Desarrollo, Santiago, agosto.
- Williamson, J. (1981), "The crawling-peg in historical perspective", en J. Williamson (ed.), *The Crawling-Peg: Past Performance and Future Prospects*, Macmillan, Londres.
- (1992), "Acerca de la liberalización de la cuenta de capitales", *Estudios de Economía*, vol. 19, N° 2, Universidad de Chile, Santiago.
- (1996), *The Crawling Band as an Exchange Rate Régime: Lessons from Israel, Chile, and Colombia*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Yáñez, J. (1979), "Una corrección del índice de precios al consumidor durante el período 1971-73", *Comentarios sobre la situación económica*, Departamento de Economía, Universidad de Chile, segundo semestre.
- Zahler, R. (1980), "Repercusiones monetarias y reales de la apertura financiera al exterior: el caso chileno, 1975-78", *Revista de la CEPAL* N° 10, abril.
- (1988), "Estrategias financieras latinoamericanas: la experiencia del Cono Sur", *Colección Estudios CIEPLAN* 23, Santiago, marzo.
- (1998), "El Banco Central y la política macroeconómica de Chile en los años noventa", *Revista de la CEPAL* N° 64, abril.
- Zañartu, M. (1980), "Gasto social en los pobres", *Revista Mensaje* N° 290.