

III. Inversión, flujos de capital y tipo de cambio real en Chile

El objetivo de este capítulo es describir los hechos estilizados que están relacionados con la inversión y el ahorro, la balanza de pagos, enfocándonos en los flujos de capital y la cuenta corriente y finalmente el tipo de cambio real en Chile. Además de esto, realizar una comparación con Brasil y Colombia para darle un contexto más amplio al caso chileno, que es objeto de este análisis.

En la sección 1 presentaremos y explicaremos las dos identidades que emplearemos en nuestro análisis: la primera que liga a la inversión con el saldo en cuenta corriente y el ahorro doméstico y la segunda –la identidad de balanza de pagos– que liga al saldo en cuenta corriente, las entradas netas de capital y la acumulación de reservas internacionales. En la sección 2 describiremos el comportamiento de los componentes de la primera identidad que liga a la inversión con el saldo en cuenta corriente y el ahorro doméstico en Chile de 1985 a 2013, además de Brasil y Colombia. En la sección 3 describiremos el comportamiento de los componentes de la segunda identidad que corresponde a la balanza de pagos en Chile, Brasil y Colombia. Finalmente en la sección 4 describiremos el comportamiento del tipo de cambio real en Chile comparándolo con el de Brasil y Colombia.

III.1 Identidades

En esta sección presentaremos y explicaremos de manera detallada dos identidades que se utilizan en este capítulo.

Reinhart et al. (1994) definen a los flujos de capital como el aumento en el endeudamiento internacional neto de los sectores tanto públicos como privados en un periodo de tiempo determinado. Los flujos de capitales generan un aumento en el déficit en cuenta corriente o un aumento en las reservas internacionales. Cuando los flujos de capitales aumentan el déficit en cuenta corriente pueden generar un aumento en el consumo (caída en el ahorro) o bien un aumento en la inversión (véase Rapetti, 2013). Siguiendo este hecho, tenemos la siguiente identidad de Reinhart et al. (1994) (véase también Kleem, 2013):

$$(1) CA \equiv S - I$$

Una de las características que posee la cuenta corriente, es que mide el cambio en la riqueza externa neta de una economía en particular. En la identidad (1), S incluye el ahorro público y privado e I es la inversión privada y pública. En el marco inter temporal, el balance en cuenta corriente es el producto de una visión futura de decisiones de ahorros e inversión de agentes optimizadores y por tanto es por definición sostenible (véase Debelle y Galati, 2007).

De acuerdo con Debelle y Galati (2007), existen dos tipos de factores que influyen en la cuenta corriente: los de corto y largo plazo. En el corto plazo están el tipo de cambio real, la brecha del producto y los términos de intercambio por mencionar algunos. Mientras que en el largo plazo: los factores demográficos, etapas de desarrollo y política fiscal, éste último por medio del aumento del gasto de gobierno, genera un aumento en el ahorro nacional que desemboca un superávit en cuenta corriente.

Ghosh y Ramakrishnan (2006), definen al déficit en cuenta corriente como “la diferencia entre el valor de la importación de bienes y servicios y el valor de las exportaciones de bienes y servicios”. Esto implica que un país está exportando menos de lo que importa en bienes y servicios y a su vez también comprende ingresos netos, intereses y dividendos, transferencias al exterior entre otros, aunque éstos solo sean una pequeña parte del total de la balanza.

Hoggarth y Sterne (2002), señalan que los flujos de capital generan un déficit en cuenta corriente, el cual puede deberse a un aumento en la inversión. Mientras esta inversión se destine a un sector transable y no a uno no transable, las exportaciones del país recipiente deberán crecer al mismo ritmo. De esta manera, aumentar el ahorro y poder solventar las obligaciones externas del país hacia el mundo y que en el mediano o largo plazo no se vuelva insostenible.

Agosín, et al. (1997), describen el comportamiento del ahorro público, privado y su relación con la inversión y llegan a la conclusión de que dada la exogeneidad y la volatilidad de la mayoría de los capitales extranjeros, mantener altas tasas de crecimiento en un entorno de altas tasas de inversión sirve para asegurar que el ahorro interno se mueva *pari passu* con la inversión, es decir con igual paso o igualdad de condiciones.

Existen distintos medios de transmisión para que se genere un déficit en cuenta corriente, puede ser un boom en el consumo proveniente de una caída en el ahorro o un boom en la inversión. Generalmente cuando se causa un déficit por auge en inversión hay mayor crecimiento que si éste se diera por un auge en el consumo. Kleem (2013), encuentra

evidencia empírica que sustenta esta afirmación para Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Japón, Grecia, España, Portugal e Irlanda y señala que cuando los déficits en cuenta corriente son causados por un aumento en la inversión tienen mejores efectos sobre el crecimiento que si fueran causados por un boom en el consumo, es decir una disminución en la tasa de ahorro.

También encontró que los déficits en cuenta corriente vienen causados en su mayoría por una caída en la tasa de ahorro. Se tiene como suposición que la inversión privada es más importante que la inversión pública, sin embargo no hay evidencia muy robusta que sustente este hecho.

Una vez descrita nuestra primera identidad y el comportamiento de sus componentes, pasaremos a presentar la segunda identidad que corresponde a la balanza de pagos y la identidad empleada por (Reinhart y Tashiro, 2013):

$$(2) \quad CA+KA-RA=0$$

En la identidad (2), CA es el superávit en cuenta corriente, KA es el flujo neto de capital que se puede desagregar en inversión extranjera directa, de cartera y préstamos, RA es la acumulación de reservas internacionales (véase también Calvo, 1998). Las entradas masivas de flujos de capital deben ser vigiladas, ya que como (Edwards 2004 y De Gregorio 2010) señalan, el cese repentino de las entradas de capitales podría desencadenar en crisis.

Ya definimos previamente a los flujos de capital (KA) y a la cuenta corriente (CA), ahora procederemos a definir a las reservas internacionales que forman parte de la identidad (2).

El Banco Central de Chile (2012), define a las reservas internacionales como los activos líquidos en moneda extranjera que mantienen para poder apoyar su política monetaria y cambiaria. El Banco mantiene un cierto nivel de reservas por varias razones principales: una de ellas es a modo de precaución es decir, aliviando efectos negativos que podrían derivarse de una repentina salida de capitales (véase Frenkel y Rapetti, 2014).

Lipschitz y Bakker (2011), Lipton (2015) y Hoggarth y Sterne (2002), encuentran que entradas fuertes de capital implican un aumento en el déficit en cuenta corriente, a menos que la totalidad de dichas entradas se acumulen como reservas internacionales. Las entradas fuertes de capital merman la competitividad del sector exportador, generando un efecto negativo sobre la inversión y el crecimiento a través de la apreciación del tipo de cambio real.

Las reversiones en cuenta corriente han tenido un efecto negativo sobre el crecimiento real que va más allá del efecto directo en la inversión, (Edwards, 2004), sin embargo, este efecto negativo dependerá en gran medida del grado de apertura comercial que presente cada país.

Se sabe que los países cuentan con diferentes ajustes estructurales y posiciones iniciales (véase también Jaumotte y Sodsriwiboon, 2010). Cada país parte de diversas

situaciones al inicio de una crisis, por ejemplo Argentina presentaba superávit en cuenta corriente al estallido de la crisis en 2008; Chile, Brasil, Colombia y México presentaban déficits en cuenta corriente aproximados al 4% del PIB. Como contraparte a lo anterior descrito, las tasas de ahorro como proporción del PIB han venido a la baja excepto en Colombia.

He aquí la importancia de nuestro análisis al verificar de manera empírica los impactos de los flujos de capitales y del tipo de cambio real para Chile. Recordando a (Reinhart y Tashiro, 2013), teníamos que la identidad de balanza de pagos venía dada por las entradas netas de capitales las cual deben ser iguales al déficit en cuenta corriente más la acumulación de reservas internacionales las cuales equivalen a una “salida de capitales” ejecutada por la autoridad central de cada país.

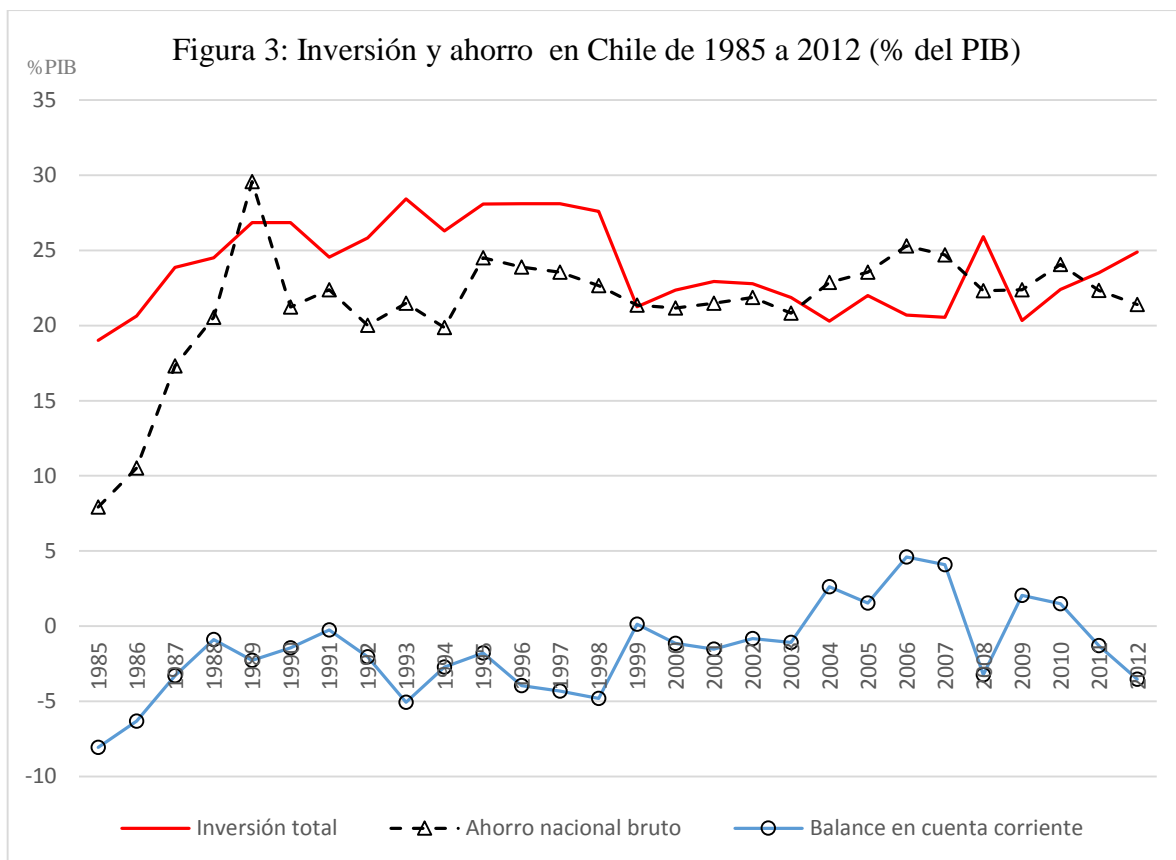
III.2 Ahorro e inversión

Chile fue uno de los países preferidos dentro de las economías emergentes como destino de grandes flujos de capitales y en los noventa hubo una mayor inversión tanto privada como pública, reflejándose así en un aumento del déficit en cuenta corriente. Sin embargo, la situación adversa que se atravesó a finales de la década hizo que la inversión cayera, generándose así una contracción en el déficit en cuenta corriente, como puede apreciarse en la figura 3 donde se muestra al ahorro, la inversión y el saldo en cuenta corriente como porcentaje del PIB de 1985 a 2012.

A partir de 1985 se aprecia que las entradas netas de capital como porcentaje del PIB aumentaron, lo que se vio reflejado en un aumento de la inversión. Aun así, encontramos que las entradas de capital no reflejan en gran manera un aumento de la inversión, lo que puede verse en tres de los booms de entradas de capital en los noventa. De 1989 a 1990 hubo un aumento en las entradas de capital del 4 puntos porcentuales del PIB, sin embargo la inversión permaneció prácticamente sin cambios como porcentaje del PIB, posteriormente de 1991 a 1993 se dio otro aumento en los flujos de capitales que fue de 2.8 puntos porcentuales del PIB, mientras que la inversión en este lapso aumento 4 puntos porcentuales del PIB y finalmente de 1995 a 1997 se dio el aumento más grande en las entradas de capital que fue de 5.4 puntos porcentuales del PIB, mientras que en la inversión solamente se produjo un aumento de 0.017 puntos porcentuales del PIB. Lo anterior hace cuestionarnos la verdadera influencia de los flujos de capital sobre la inversión en Chile. Estas cifras pueden observarse en las gráficas 3 y 6 de este capítulo, donde las variables están medidas como porcentaje del PIB, lo cual facilita su comparación.

De hecho, autores como (Prasad et al. 2007), plantean que los países emergentes como Chile que poseen más ahorro interno crecen más que aquellos que dependen más del capital extranjero.

La crisis de 1997 se vio reflejada en una caída súbita de la inversión que fue igual a 6.7 puntos porcentuales del PIB, mientras que las entradas de capital cayeron 9.43 puntos porcentuales del PIB. De ahí en adelante la inversión se mantuvo baja por casi una década.



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook, Abril 2013

Notas:

1) La inversión total, el ahorro nacional bruto y el balance en cuenta corriente están expresados como porcentaje del PIB en moneda local (peso chileno)

A partir de 2004 el ahorro nacional bruto aumentó como resultado del incremento del precio del cobre, ingresos que decidieron ser acumulados por el gobierno. Este auge en el ahorro, siguiendo a (Fornero y Kirchner, 2014), generó el superávit en cuenta corriente que se presentó de 2003 a 2007 por la brecha que surge entre el ahorro y la inversión.

De 2007 a 2008 los flujos de capitales incrementaron 12 puntos porcentuales del PIB, mientras que la inversión solo lo hizo en 5.5 puntos porcentuales. Este es un patrón que se

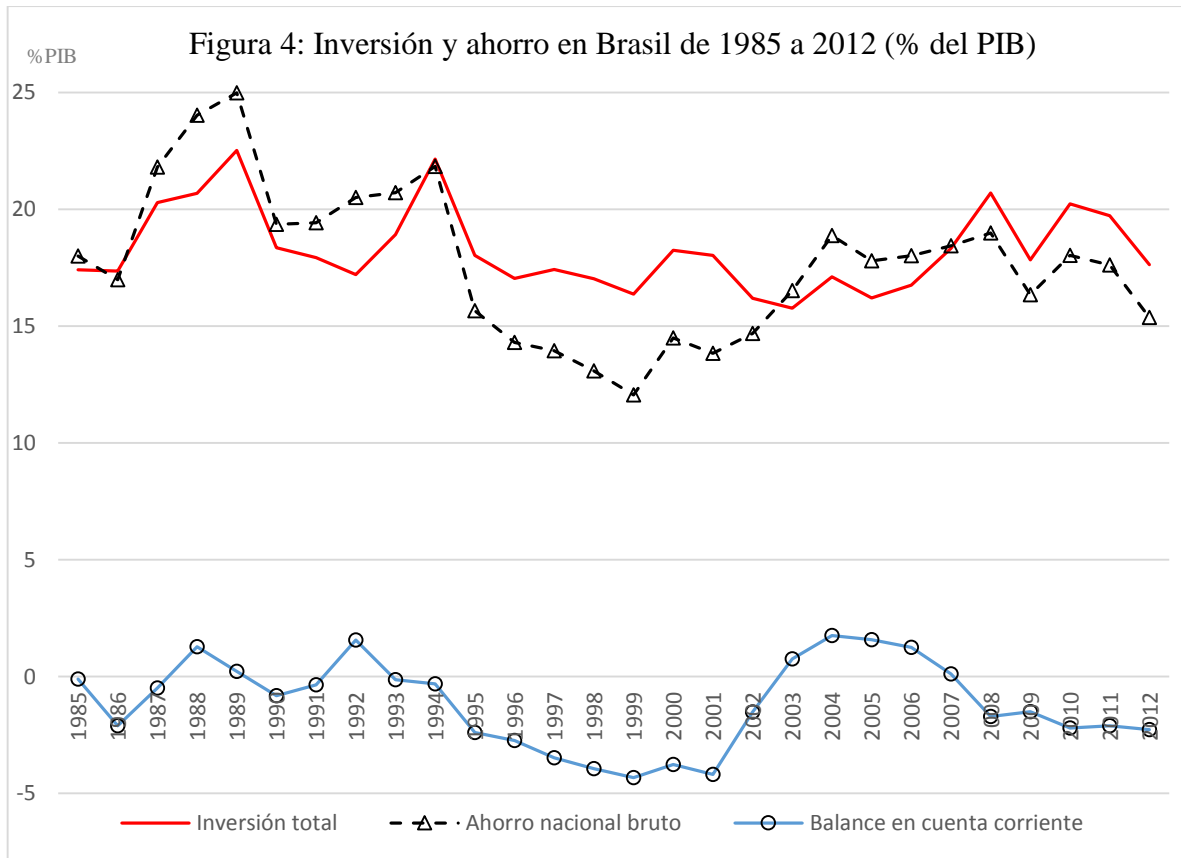
observa con frecuencia, la inversión aumenta menos de la mitad de lo que lo hacen los flujos de capitales.

Nuevamente de 2009 a 2011 se logra ver otro repunte en las entradas de capitales de 8 puntos porcentuales del PIB y la inversión en este lapso apenas aumentó 2 puntos porcentuales del PIB.

El ahorro fluctúa menos que la inversión y ronda entre el 20% y 25% del PIB de 1990 a 2012, mientras que la inversión se muestra un poco más volátil que durante este mismo lapso ha variado entre el 20% y 30% del PIB.

En Brasil logran observarse 4 momentos durante el periodo de nuestro análisis, en donde la inversión es mayor al ahorro o viceversa. El primero abarca de 1985 a 1994 en donde la inversión es menor al ahorro, ahorro que llegó a ser un 25% del PIB. A principios de los noventa hubo una liberalización de la cuenta financiera lo cual se vio reflejado en una entrada mayor de capitales, lo que se empezó a reflejar en una mayor inversión de 1992 a 1994.

Parte del auge en las entradas de capital en los noventa en Brasil, se dio por políticas que les dieron a los inversionistas extranjeros oportunidades en forma de menores tarifas, subsidios o incentivos para que estos tuvieran más certidumbre; aunado al hecho de que Brasil ha sido considerado como uno de los mejores y más atractivos destinos para la inversión extranjera. El capital extranjero se convirtió en uno de los mayores motores impulsores del crecimiento durante los noventa.



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook, Abril 2013

Notas:

1) La inversión total, el ahorro nacional bruto y el balance en cuenta corriente están expresados como porcentaje del PIB en moneda local (real brasileño)

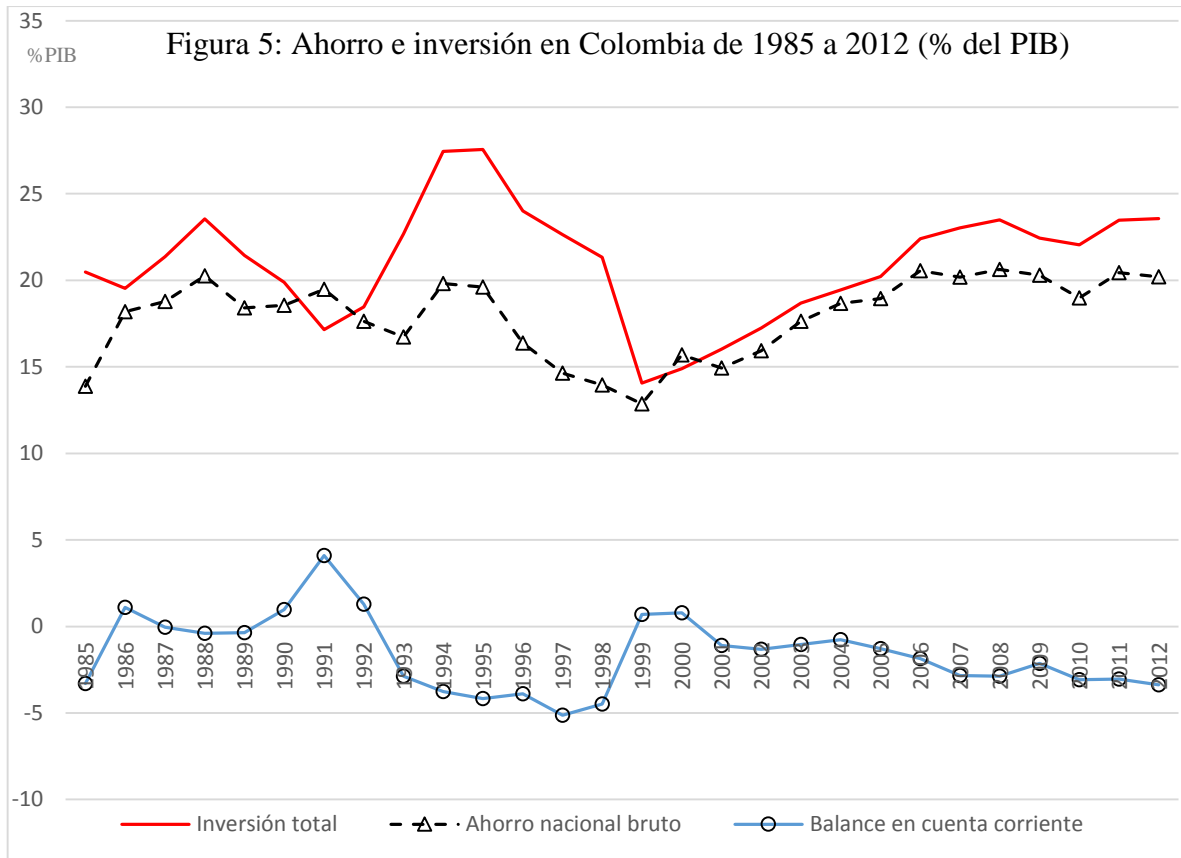
Además de lo mencionado previamente, las grandes entradas de capital fueron fruto de las condiciones macroeconómicas, las reformas efectuadas por el gobierno brasileño, la privatización de empresas gubernamentales, lo cual daba cierta garantía a los inversionistas de que Brasil era un destino seguro para su capital. Sin embargo, tuvo que luchar con otras economías para hacer más atractivo invertir en Brasil que en otras economías emergentes.

En 1994 surge un quiebre en esta estructura y ahora es la inversión la cual supera al ahorro durante 9 años, hasta el 2003. Aquí el punto más alto de la inversión se dio en el año 2000 con un 18.25% del PIB, mientras que el ahorro solo llegó a ser un 14.5% del PIB. De 2003 a 2007, puede observarse nuevamente otro quiebre en donde el ahorro supera a la inversión, periodo que al igual que en el caso chileno, presentó un superávit en cuenta corriente, el cual vino dado por un boom en el comercio internacional (véase también Ocampo, 2009).

Finalmente en 2008 se aprecia un cambio en la tendencia, y nuevamente la inversión vuelve a ser mayor que el ahorro; de 2007 a 2012 se logra ver que el ahorro y la inversión se mueven de forma paralela.

En Colombia por su parte son más los episodios donde la inversión es mayor al ahorro. El primer episodio abarco de 1985 a 1990, la inversión en 1988 fue de 23.55% del PIB, mientras que el ahorro fue de 20.2% del PIB donde la mayor parte de la inversión provenía del sector privado, (véase Ocampo, 1996).

De 1990 a 1991 se dio un cambio, y ahora la inversión fue menor que el ahorro, siendo la inversión un 17.14% del PIB y el ahorro un 19.48% del PIB. De este episodio en adelante la inversión no ha dejado de superar al ahorro.



Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook, Abril 2013

Notas:

1) La inversión total, el ahorro nacional bruto y el balance en cuenta corriente están expresados como porcentaje del PIB en moneda local (peso colombiano)

Finalmente de 1992 a 1995 hubo un gran incremento en la inversión alcanzando máximos históricos logrados por la gran apreciación del tipo de cambio, por la liberalización comercial que vino acompañada de la reducción de tarifas y por todos los cambios estructurales que ya fueron mencionados previamente. Aquí, el colapso que se dio en los ahorros privados coincidió con el auge que surgió en la inversión privada, dicho colapso se debió a la sustitución de ahorros por crédito externo y doméstico y a su vez por el incremento en los impuestos que se dio durante este periodo, (véase Ocampo, 1996).

Durante la crisis asiática las entradas de capital en Colombia cesaron, hecho que coincide con la caída en la inversión de 14 puntos porcentuales del PIB, pasando de un 27.55% del PIB en 1995 a un 14% del PIB en 1999. Igualmente el ahorro se deprimió, pero su caída fue menor a la de la inversión, 6.75 puntos porcentuales del PIB. En este lapso hubo una caída importante en la inversión por las altas tasas de interés que se estaban dando, (véase Arbeláez y Echavarría, 2002).

Del mismo modo que las entradas de capital han continuado desde el año 2000, la inversión ha seguido el mismo comportamiento, alcanzando en 2012 un 23.5% del PIB y desde 2004 este aumento en la inversión se ha visto reflejado en un mayor déficit en cuenta corriente.

Para Colombia los niveles de deuda pública como proporción del PIB se mantenían bastantes altos a finales de los noventa, lo que podría reflejarse en el hecho de que el ahorro también siguió la tendencia a la baja a la par de la inversión. Sin embargo, a partir de 2003 se presentó una disminución en la deuda pública, generada por la caída de la deuda externa y un aumento del grado de apertura comercial (Ojeda y Torres, 2012), lo cual se asocia con la tendencia al alza tanto del ahorro y la inversión hasta 2012.

Chile y Colombia presentaron en los noventa aumentos más marcados en la inversión total, que podrían ser producto de las entradas netas de capitales, mientras que en Brasil este aumento en las entradas solo se reflejó momentáneamente de 1993 a 1995.

Posterior a la crisis de 1997-99, las tres economías presentaron niveles bajos de inversión y ahorro, sin embargo, Colombia se distinguió de Chile y Brasil en la forma en que las entradas de capitales estuvieron acompañadas de una rápida recuperación, tanto en el ahorro nacional bruto como en la inversión total.

La única manera en que Chile y Brasil tuvieron altos niveles de ahorro nacional bruto fue con el boom en el precio de las materias primas que se dio de 2003 a 2007, momento desde el cual el nivel del ahorro se ha mantenido alto, aunque en los años posteriores a la crisis el ahorro y la inversión no tienen un curso definido.

III.3 Balanza de pagos

Los noventa estuvieron caracterizados por una gran entrada de capitales como (Reinhart et al., 1994) lo mencionan, ya que en esta década las economías emergentes se caracterizaron por ser un destino bastante atractivo para los inversionistas.

Calvo y Talvi (2005), señalan que las economías emergentes como la chilena, mexicana, colombiana y brasileña, entre los años de 1989 y 1990 empezaron a recibir un gran incremento en flujos de capital en forma de inversión directa y financiamiento (véase también De Gregorio, 2011). Del total de los flujos netos de capitales anuales a economías emergentes que se dieron entre 1990 y 1997, casi tres cuartos fueron absorbidos por países emergentes en Asia y América Latina (véase Athukorala y Rajapatirana, 2003).

Chile después de la crisis en la que se vio envuelto en gran parte de los ochenta, se movió a un nivel alto de crecimiento a finales de esta década y principios de los noventa. El

gran crecimiento podría deberse en parte a las entradas explosivas de capital que presentó durante este periodo.

Con entradas masivas de capital el Banco Central de Chile decidió establecer controles a través de encajes, ya que ponían en juego la estabilidad de la moneda y de la economía en su conjunto. De Gregorio (2010) y Edwards y Rigobon (2005), encontraron que los controles impuestos por el gobierno a las masivas entradas de capitales durante los noventa surtieron un efecto positivo, reduciendo la vulnerabilidad ante perturbaciones externas. Por otro lado (Edwards, 2005), menciona que otros autores encontraron que al igual que en los ochenta, los controles de capitales impuestos solo ayudaron a cambiar los flujos de corto plazo a flujos de largo plazo, lo que finalmente no evitó la apreciación de la moneda, ni redujo la vulnerabilidad ante shocks externos.

Parte del auge en el crecimiento que se dio en Chile pudo deberse a reformas que impulsaron a los sectores de salud, educación y finanzas públicas solo por mencionar algunos. Según (Banco Mundial, 2004), la década de los noventa para Chile fue una época de gran crecimiento respecto a otras economías latinoamericanas, situación que estuvo ligada fuertemente a una estabilización monetaria constante, a una tasa inflación de un solo dígito y a una gestión fiscal prudente con miras a largo plazo.

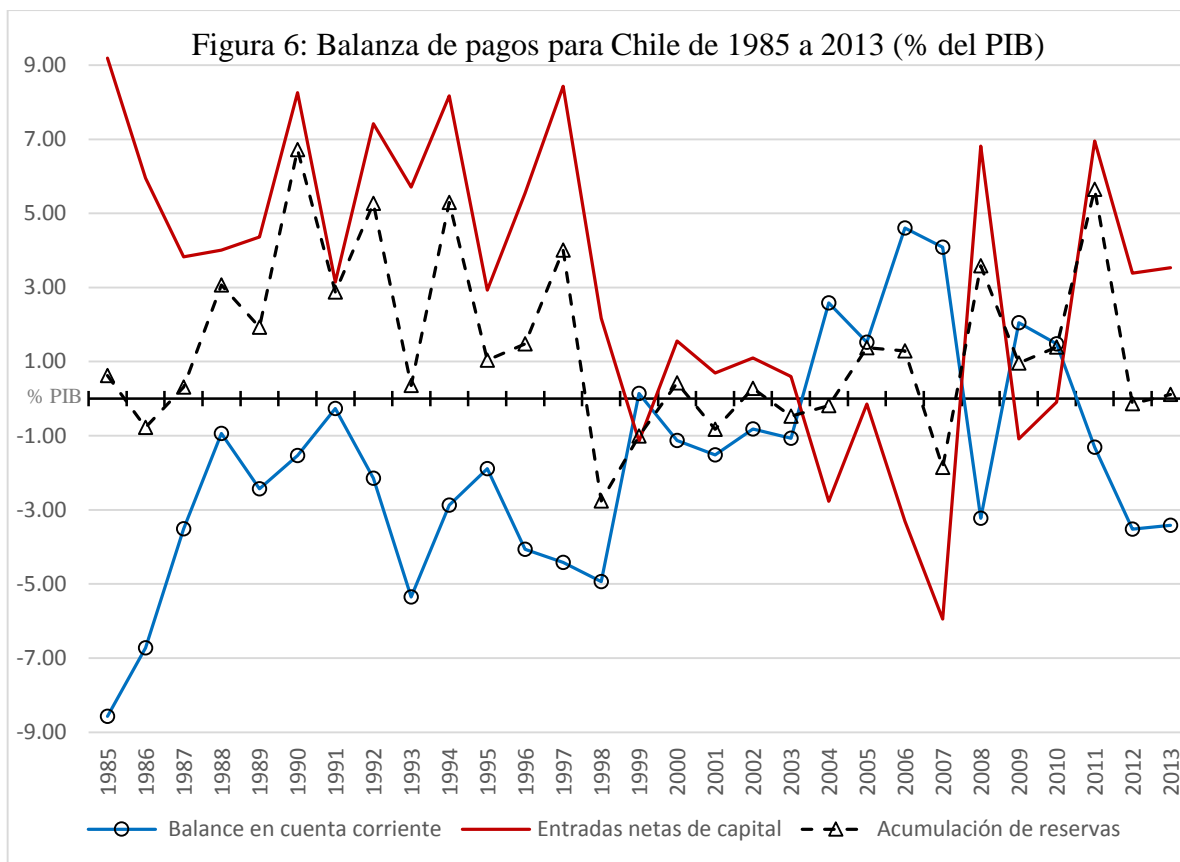
En el transcurso de los noventa se dieron caídas en las entradas de capital: la de 1994 como resultado de la crisis del tequila en México y nuevamente de 1997 a 1999 producto de la crisis asiática. Calvo y Talvi (2005) dicen que el pobre crecimiento que se presentó

después de 1997, se debió a la crisis asiática y el repentino cese de los flujos de capital a la región.

El crecimiento que se dio en esta década estuvo acompañando de grandes déficits en cuenta corriente, como lo muestra la figura 6, en donde aparece el balance en cuenta corriente, las entradas netas de capital y la acumulación de reservas internacionales expresadas en millones de dólares medidas como porcentaje del PIB. Las series anuales para este gráfico y los de Brasil y Colombia abarcan del año 1985 al 2013 y provienen de la base de datos de la CEPAL. A pesar de las características positivas que presentaba esta economía, no era inmune a las turbulencias que se fueron presentando a finales de los noventa. Una de las problemáticas como lo menciona (Banco Mundial, 2004), es que Chile presentaba mucha dependencia de los ahorros externos, lo que lo hacía más vulnerable.

En la figura 6, se pueden ver dos episodios en las entradas netas de capitales, una con grandes entradas de 1985 a 1997 y otra con entradas muy bajas de 1998 a 2007 y de 2008 a 2013 no se logra ver alguna tendencia dada la alta volatilidad de las entradas netas de capital.

En 1990, 1992, 1994 y 1997 se alcanzaron los puntos más altos en las entradas netas de capitales que ascendían entre el 7.5% y 8.5% del PIB. Sin embargo, las entradas de capitales en los primeros años se reflejaban más en una acumulación de reservas que en un déficit en cuenta corriente. Es para 1993, que el déficit empezó a ampliarse llegando a un 5% del PIB y la acumulación de reservas disminuyó.



Fuente: CEPAL Stat 2014

Notas:

- 1) El balance en cuenta corriente, las entradas netas de capital y la acumulación de reservas están medidas como porcentaje del PIB (cálculos propios).
- 2) El PIB es anual y fue obtenido del World Bank.

Es un hecho que esas entradas netas de capitales se vieron reflejadas en un mayor déficit en cuenta corriente. Recordando que el déficit en cuenta corriente es igual a la brecha entre la inversión y el ahorro, al aumentar el déficit en cuenta corriente, implicaría un aumento en la inversión o bien, un aumento en el consumo y una caída en el ahorro; por ende, significa un mayor auge en la actividad económica, lo que es un hecho, ya que los noventa en Chile al auge en la economía se le conoció como “la época de oro”. El déficit

en cuenta corriente fue causado en su mayoría por un aumento en la inversión y una leve caída en el ahorro nacional bruto como puede observarse en la figura 3 de la sección anterior.

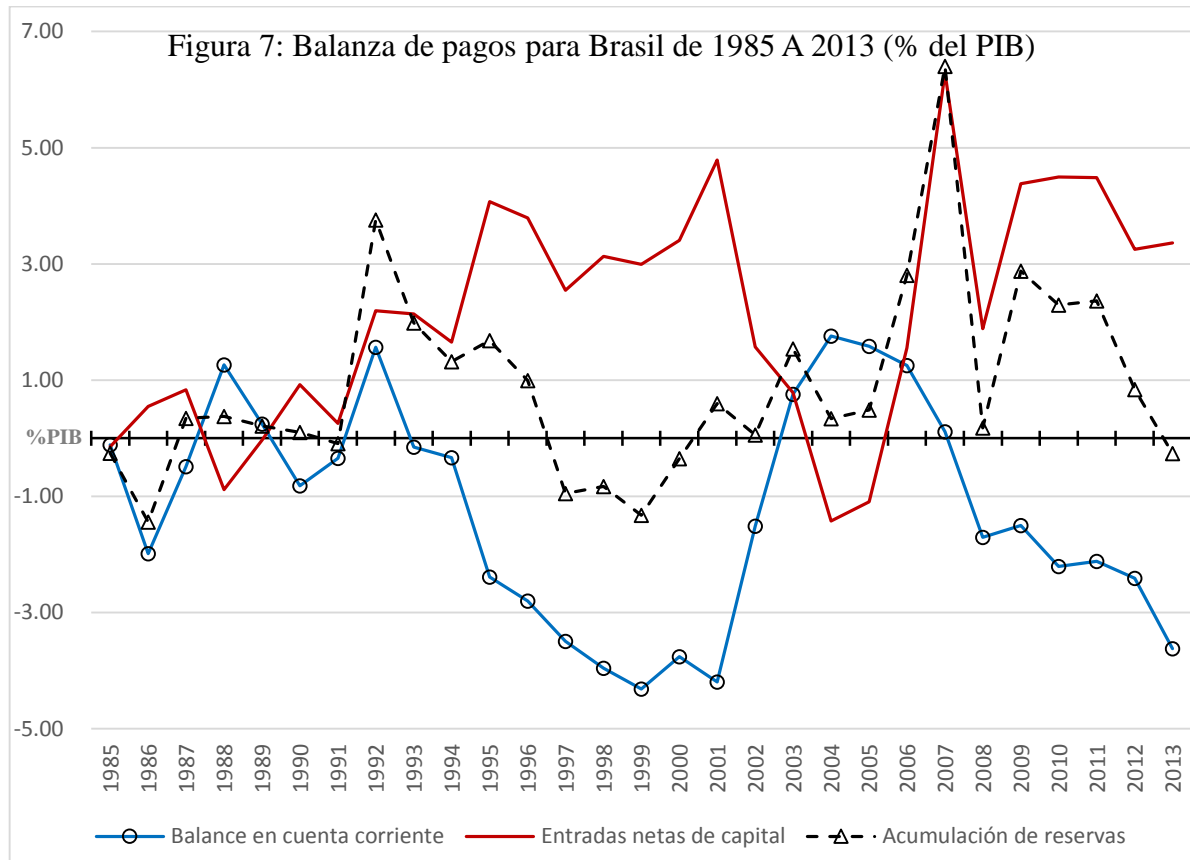
De la misma manera, en Brasil y Colombia durante la década de los noventa se presentó una fuerte entrada neta de capitales. Esto se puede ver de manera clara en las figuras 7 y 8, en donde se presenta la balanza de pagos de 1985 a 2013 para estos dos países.

En Brasil el boom en las entradas de capital se dio de principios de los 1990's a 2001, sin resentir el efecto de la crisis asiática. Las entradas alcanzaron el 4.8% del PIB en 2001 y se vieron reflejadas en casi la misma proporción en el déficit en cuenta corriente, mientras que las reservas internacionales se mantuvieron entre el 1% y -1% del PIB durante esta década. A mediados de 1998, Brasil tuvo ataques continuos sobre su régimen de tipo de cambio, lo que hizo que las reservas internacionales se agotaran.

En Colombia en la década de los noventa las entradas de capitales empezaron en 1992, dos años más tarde que en Chile y Brasil, sin embargo, éstas en porcentaje del PIB fueron similares a las de Chile, ya que en su punto más alto alcanzaron el 6.5% del PIB en 1996. Las grandes entradas de flujos de capitales se dieron por reformas estructurales y cambios en la política macroeconómica (véase Ocampo, 1996).

Nuevamente, se denota el mismo patrón de poca acumulación de reservas y un déficit en cuenta corriente casi de la misma magnitud que las entradas de capital, el cual osciló entre el -3.8% y -5.4% del PIB. En Colombia al igual que en Chile, se presentó una fuerte contracción en las entradas netas de capital a partir de 1997, como resultado de la

crisis asiática, donde una crisis crediticia pudo haber tomado lugar (véase Arbeláez y Echavarría, 2002).



Fuente: CEPAL Stat 2014

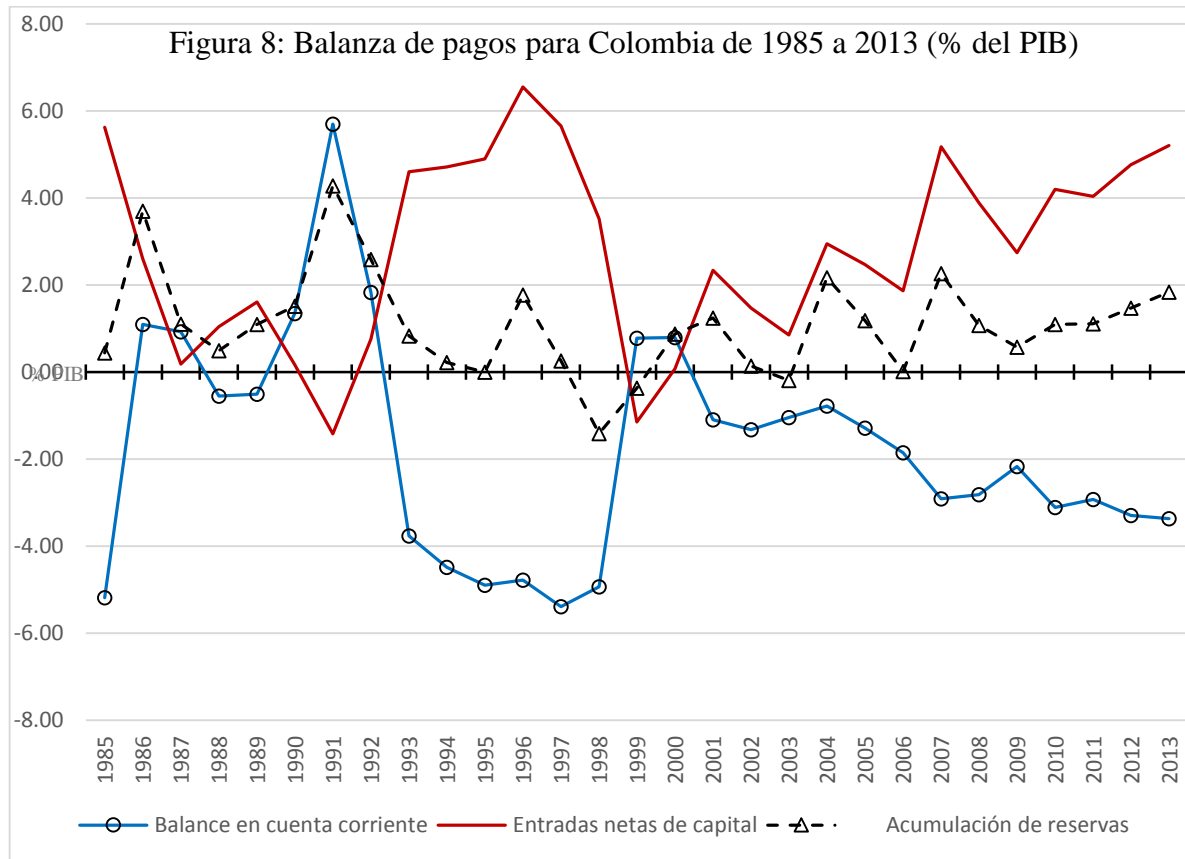
Notas:

1) El balance en cuenta corriente, las entradas netas de capital y la acumulación de reservas están medidas como porcentaje del PIB anual a precios corrientes en dólares (cálculos propios)

2) El PIB es anual y fue obtenido del World Bank

Como producto de la crisis asiática, para 1997 las entradas de capital en Chile empezaron a caer en los siguientes 10 años, llegando a un -6% del PIB en su punto más bajo en 2007. A falta de entradas de capital, la acumulación de reservas en este lapso fue cercana al 0% del PIB. De 2003 a 2007, se presentó un superávit en cuenta corriente que llegó a ser

del 5% del PIB, el cual estuvo impulsado principalmente por los altos precios del cobre (recordando que Chile es un país exportador de este mineral). Además de esto, hubo una caída repentina y profunda de las entradas netas de capital, lapso que abarcó de 2003 a 2007 con una variación en reservas internacionales mínima y positiva.



Fuente: CEPAL Stat 2014

Notas:

- 1) El balance en cuenta corriente, las entradas netas de capital y la acumulación de reservas están medidas como proporción del PIB anual a precios corrientes en dólares (cálculos propios)
- 2) El PIB es anual y fue obtenido del World Bank

Fornero y Kirchner (2014) y Medina et al. (2007), mencionan que para Chile el sector minero tiene mucha importancia, por lo que parte del superávit en cuenta corriente que

se presentó de 2003 a 2007, coincide con el aumento en el precio del cobre que pasó de 80 centavos de dólar por libra métrica a 320 centavos de dólar en 2007. Por este auge (Medina et al., 2007), señalan que el gobierno siguiendo las nuevas reformas empezó a ahorrar la mayor parte de las ganancias derivadas de los altos precios del cobre.

En este lapso las entradas de capital tienden a reflejarse más en la cuenta corriente que en la acumulación de reservas, ya que éstas variaron levemente, excepto en las cuatro intervenciones que tomo la autoridad monetaria con el propósito de mantener la estabilidad económica, las cuales fueron en 2000, 2002 (venta de dólares) y dos más en 2008, 2011 (compra de dólares). La intervención de 2008 obedeció a la crisis global que estaba gestándose, aumentando las reservas como forma de blindaje y liquidez ante posibles shocks.

En 2011, Chile intervino en el mercado realizando una compra de 12 mil millones de dólares en reservas, equivalente a 5 puntos del PIB (véase De Gregorio, 2011). Esta intervención tuvo dos propósitos: ser un seguro ante fluctuaciones inesperadas de los flujos de capital y evitar la apreciación del tipo de cambio, ya que como (Ibarra, 2013) señala, los flujos de capital son un “*mixed blessing*”. Este “*mixed blessing*” le permite a un país tener un déficit en cuenta corriente mayor, pero por otro lado aprecia la moneda afectando al sector comercial. Aunque como lo demuestra (De Gregorio, 2011), las reservas internacionales a pesar de servir como seguro, en tiempos de crisis su uso suele ser casi nulo y solo es para demostrar que Chile tiene liquidez en caso de requerirlo.

Brasil de 2002 a 2006, presentó entradas de capital muy bajas respecto a la década anterior, lo que dio lugar a un superávit en cuenta corriente. Sin embargo, a diferencia del

pasado ahora las reservas internacionales empezaron a tomar más importancia, siendo en 2007, el año en que las entradas de capitales igualaron la acumulación de reservas del 6.4% del PIB. Entre 1999 y 2003 Brasil tuvo un aumento en sus exportaciones, lo que hizo que la acumulación de reservas aumentara (véase Grandes y Reisen, 2005).

En Chile en el lapso de 2007 a 2008 que fue la antesala a la crisis, ocurrió algo inesperado, las entradas de capitales aumentaron un 12.8 puntos porcentuales del PIB lo cual fue un hecho bastante peculiar, sin embargo, al llegar la crisis en un año cayeron 8 puntos porcentuales del PIB, manteniéndose negativas durante dos años que fue el tiempo aproximado que duró la turbulencia. Las entradas volvieron a recuperarse, pero la volatilidad no ha cesado y el déficit en cuenta corriente parece ampliarse más y más.

Brasil de presentar entradas de capital que ascendían al 6.5% del PIB de 2007 a 2008, sufrió una caída de 4 puntos porcentuales en las entradas, aunque esta caída no fue tan drástica como la sufrida por Chile en este mismo periodo. Las reservas quedaron prácticamente en 0% del PIB, lo cual muestra cierta fragilidad del sistema financiero de este país. De 2009 a 2013, ciertamente las entradas han aumentado entre 3 y 3.5 puntos porcentuales del PIB, lo cual es muy bajo respecto a los niveles históricos que presentaba en décadas anteriores. Las reservas no presentan una estabilidad en sus movimientos, lo único que es visible, es que poco a poco el déficit en cuenta corriente se amplía más.

Por su lado, Colombia a pesar de la crisis de 2008 se ha mostrado resistente, ya que hay un marco de política que lo sustenta, lo que permitió que las autoridades a cargo pudieran tomar políticas contra cíclicas para evitar efectos adversos y una posible contracción

de la economía (véase IMF, 2012). Este marco de política mencionado por el Fondo Monetario Internacional, se observa en el buen comportamiento de las entradas de capital, ya que no existe una volatilidad como la de Chile o Brasil. La acumulación de reservas sigue el mismo patrón y el déficit en cuenta corriente se aproxima al 3% del PIB, aun cuando hay entradas de capitales que ascienden al 5.2% del PIB.

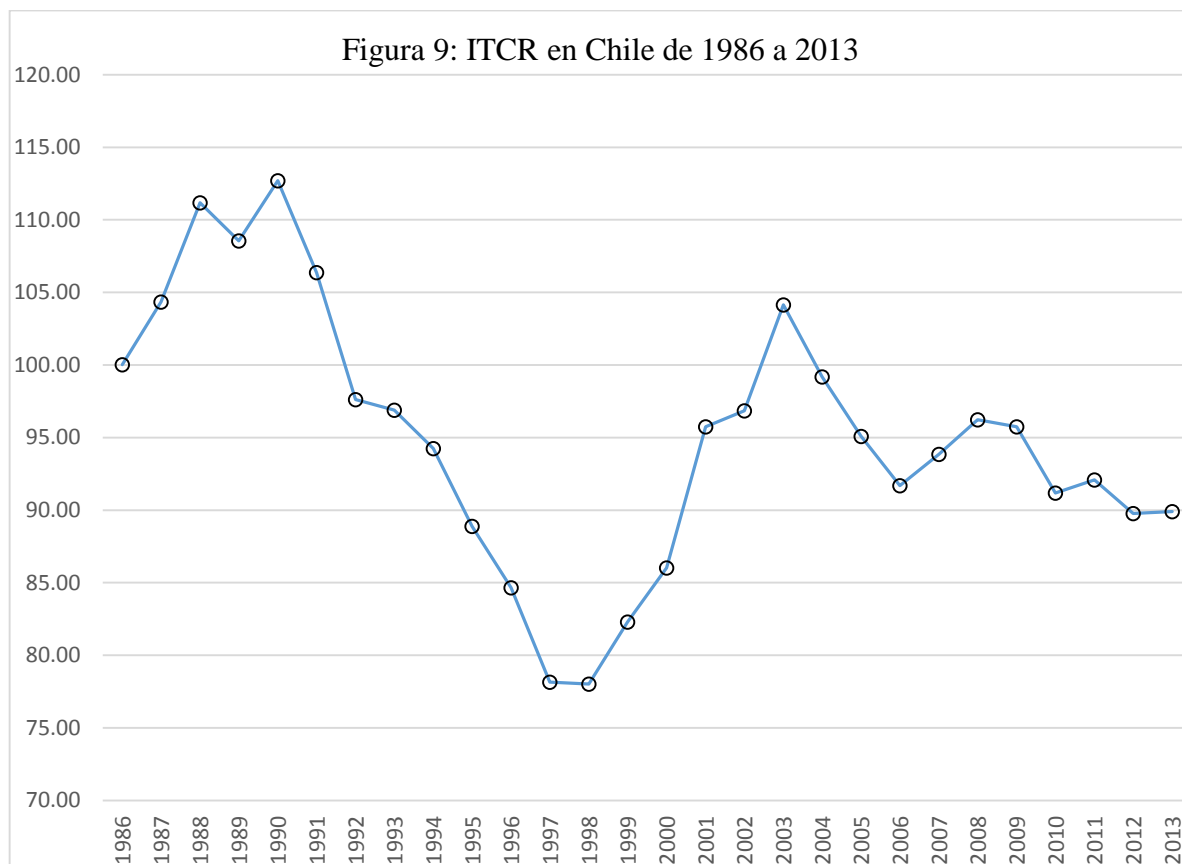
Chile al igual que Colombia y Brasil, presentó masivas entradas de capital durante la década de los noventa y recientemente después de la crisis de 2008 a la fecha, sin embargo, como pudimos ver en esta sección las entradas de capital no se reflejan en su totalidad en el saldo en cuenta corriente y por tanto en la inversión total.

III.4 Tipo de cambio real

Las masivas entradas de capital a Chile durante la década de los noventa terminaron por apreciar el tipo de cambio real como puede observarse en la figura 9, en la que se muestra el índice de tipo de cambio real anual para Chile de 1986 a 2013; de 1990 a 1997 hubo una apreciación del tipo de cambio real de 21%.

Las entradas de capital dejaron su auge una vez que empezó la crisis asiática (1997-1999), en donde el tipo de cambio real empezó a depreciarse fuertemente, lo cual dejó ver la vulnerabilidad de la economía chilena a pesar de todos los esfuerzos del gobierno por evitarlo. De Gregorio (2010), menciona que esta es una situación que los inversionistas aprovecharon para hacer arbitraje con las monedas, ya que compraban una moneda barata y

esperaron a que la entrada masiva de capitales apreciara el peso chileno y así obtener una ganancia de capital.



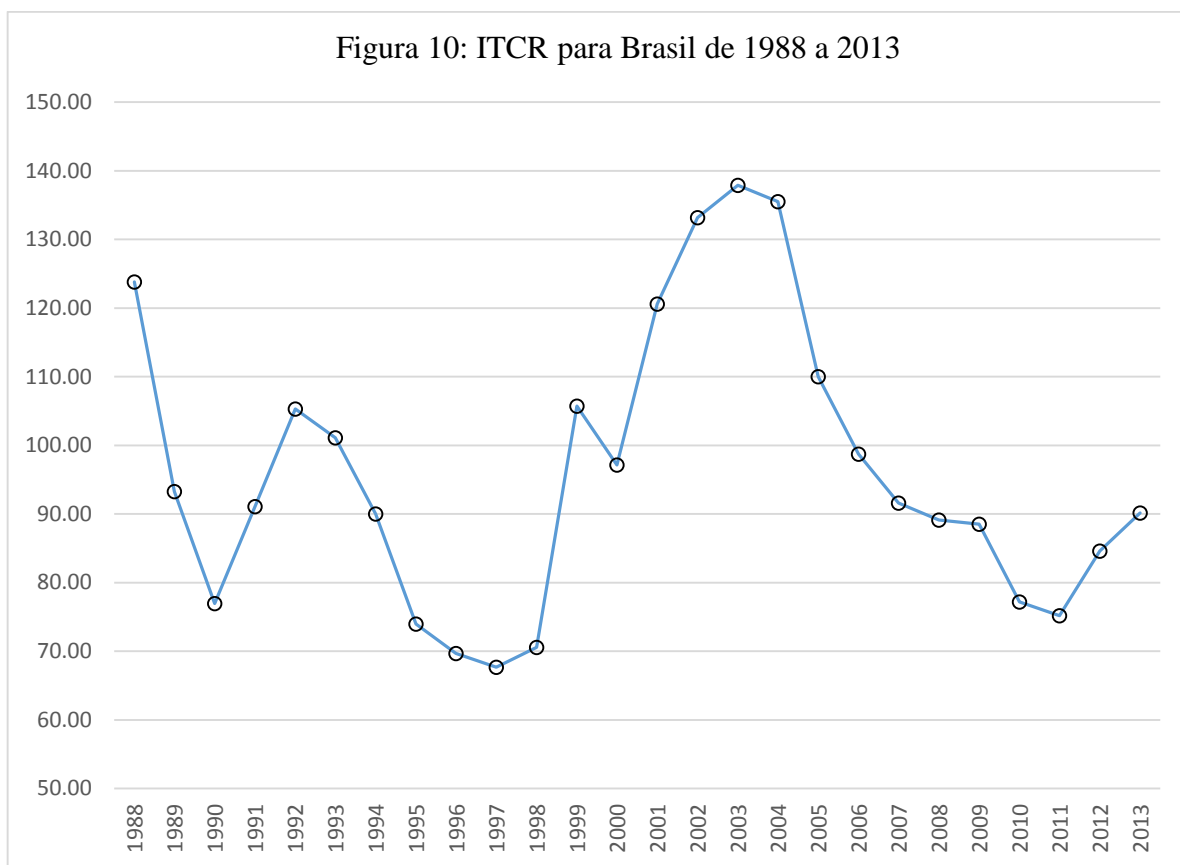
Fuente: Banco Central de Chile

Notas:

- 1) El ITCR anual fue obtenido por un promedio simple de todos los meses del año correspondiente
- 2) El Índice de tipo de cambio real observado se define como el tipo de cambio nominal observado multiplicado por el cociente entre el índice de precios externos e internos.

El real brasileño se apreció durante más de la mitad de los noventa, coincidiendo con un aumento explosivo en las entradas de capital (ver figura 10). En contraste, de 1998 a 2003 el real se depreció, aunque a diferencia de Chile, la depreciación no estuvo acompañada de una caída en las entradas de capital, sino de un aumento de éstas de 1998 a 2001 y una

ampliación en el déficit en cuenta corriente. Desde finales de los ochenta a principios de los noventa, el tipo de cambio real en Brasil fluctuaba notablemente, y dichas fluctuaciones cesaron solamente cuando se introdujo el Real Brasileño en 1994 (véase Kohlscheen, 2013). Esto formó parte del programa de estabilización que terminó con la hiperinflación en Brasil y es de 1995 a 1998, resultado de esto fue una caída en las entradas de capital y una nula volatilidad en el tipo de cambio real.



Fuente: Banco Central de Brasil

Notas:

- 1) El ITCR anual fue obtenido por un promedio simple de todos los meses del año correspondiente
- 2) Índice del tipo de cambio efectivo real, junio de 1994, base=100

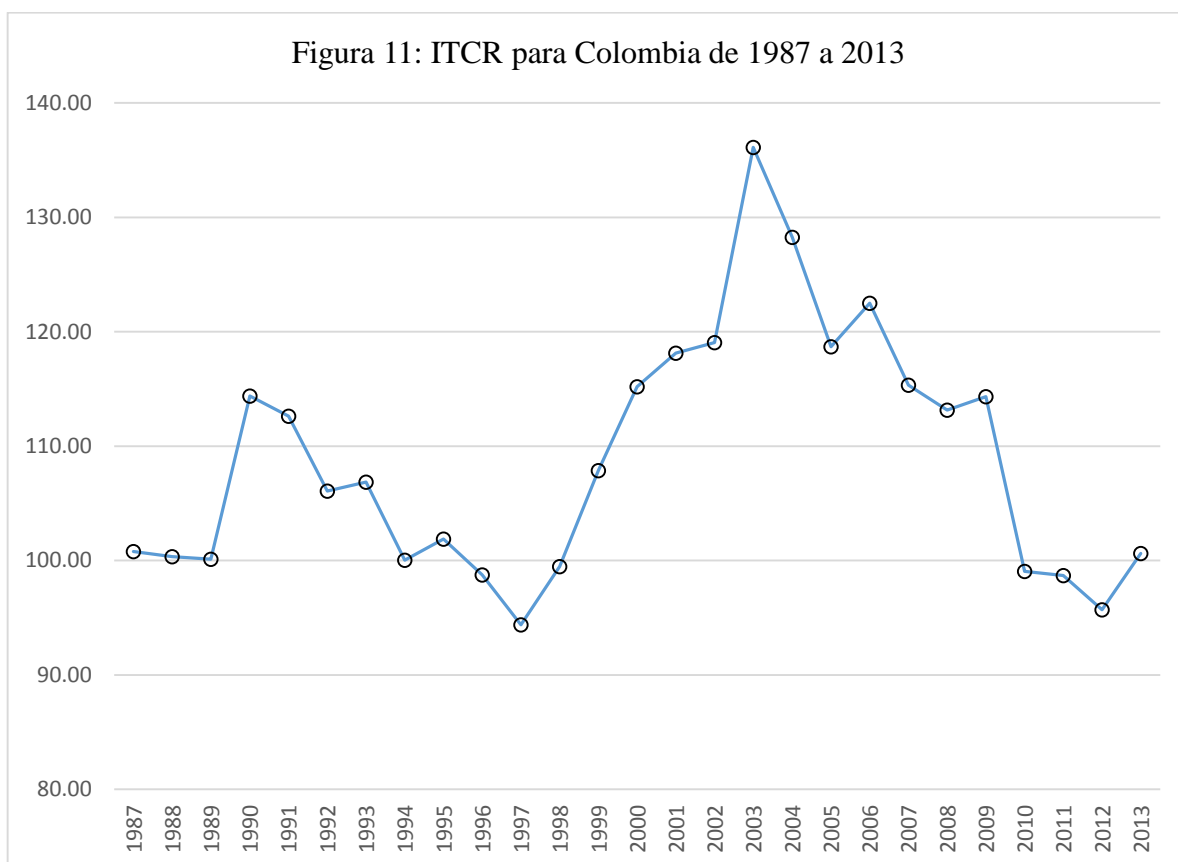
En Colombia al igual que en Brasil y Chile, en la primera mitad de los noventa hubo una gran apreciación del tipo de cambio real, (ver figura 11).

Para inicios de 1994 el panorama colombiano no era favorable a pesar de las mejoras que se introdujeron, por lo que se pensó en dejar el régimen de tipo de cambio flexible y adoptar un régimen de tipo de cambio fijo para poder tener más de control ante eventualidades. En 1996, el tipo de cambio dejó de apreciarse como lo venía haciendo en los últimos años y se revirtió esta situación a una depreciación a inicios de 1997. Como menciona (Ocampo, 1996), la depreciación se dio de manera parcial a causa de eventos políticos, y es ahí en donde el déficit en cuenta corriente empezó a disminuir del -6% del PIB que alcanzó en esta década.

A finales de 1999 en Chile se introdujeron medidas macroeconómicas como la adopción de un régimen cambiario de libre flotación, lo cual generó políticas monetarias más creíbles. Cuando hay un régimen de tipo de cambio flexible la autoridad no interviene de forma arbitraria para mantener el tipo de cambio dentro de la banda, sino deja interactuar libremente al mercado.

El anuncio de un cambio de régimen de tipo de cambio fijo a uno flexible en Chile, desató una depreciación del tipo de cambio real de 2000 a 2001. A su vez mencionan (Caputo et al., 2014), que hubo una apertura total de la cuenta de capital y en 2001 una nueva regla fiscal que tratara de disuadir al gobierno de intervenir en las fluctuaciones del precio del cobre, lo que tuvo como desenlace que los precios se fueran al alza, así induciendo a un ahorro público y a un superávit en cuenta corriente. La severidad que se presentó respecto a

la caída repentina de las entradas netas de capital de 1998 y 1999 es resultado de la liberalización de la cuenta de capital y la eliminación de la banda para el tipo de cambio permitiendo su libre flotación. Esta liberalización abrió paso a una mayor integración a los mercados internacionales respecto a otras economías emergentes



Fuente: Banco Central de Colombia

Notas:

- 1) El ITCR anual fue obtenido por un promedio simple de todos los meses del año correspondiente
- 2) Índice de tasa de cambio real, utiliza el IPP como deflactor y las ponderaciones no tradicionales, con excepción de Ecuador, Panamá y Francia, países para los que se utiliza el IPC.

La adopción de un régimen de tipo de cambio flexible en Brasil y Chile desató una depreciación del tipo de cambio real en ambas economías, la diferencia radicó que la primera

depreciación de 1998 a 1999 estuvo acompañada de una entrada de capitales, mientras que la segunda depreciación de 2000 a 2003 estuvo acompañada de una caída en las entradas de capitales. Al cambiar el régimen de tipo de cambio en Brasil, la caída que habían sufrido las entradas de capital se vio revertida con un aumento en éstas, que solo es comparable con las entradas que se dieron en 2007 antes de la crisis.

En Brasil las elecciones presidenciales de 2002 y la crisis *subprime* de 2008 fueron hechos que marcaron una tendencia de apreciación del tipo de cambio, la cual estuvo acompañada de un agotamiento de las reservas internacionales como lo mencionan (véase Bittes y Ferrari, 2012). Posteriormente en 2009, el tipo de cambio volvió a sus niveles normales con un aumento en las reservas internacionales tratando de alcanzar su nivel promedio previo a la crisis. Además, hubo un auge de exportaciones que se dio por el desarrollo que tuvo el tipo de cambio (véase Adler y Sosa, 2012).

En Chile, el tipo de cambio real se depreció durante la crisis de 2008-2009 que coincidió con un déficit en cuenta corriente de 3.23% del PIB. De 2009 en adelante las entradas de capital se volvieron inestables y no muestran una tendencia en común mientras que el tipo de cambio real comenzó a apreciarse.

En 2008, hubo una caída abrupta en la inversión de portafolio causada por la quiebra de *Lehman Brothers*, y en 2011 surge otra caída mucho mayor generada por el aumento en la tasa impositiva por parte del gobierno brasileño, siendo este hecho coincidente con la apreciación del ITCR, alcanzado su punto más bajo en 2011. De 2011 a 2013 los flujos de

capital siguen una tendencia a la baja que se empieza a reflejar en una depreciación del tipo de cambio real.

En Colombia a partir del año 2002 se ve una fuerte tendencia de apreciación del tipo de cambio real, la cual se mantuvo más de 8 años, hasta 2009 en donde el tipo de cambio real logró estabilizar sin notarse alguna tendencia como lo hacía previamente. La apreciación del ITCR estuvo acompañada de una masiva entrada de flujos de capital que se empezó a dar desde 1999, la cual no ha cesado hasta la fecha (ver figura 11), sin embargo, el déficit en cuenta corriente aquí no se ha ampliado tanto debido a que la acumulación de reservas ha seguido la misma trayectoria que las entradas de capital.

La diferencia entre Chile y estos dos países radica en el hecho de que los flujos de capitales hacia Brasil y Colombia ha seguido una línea parecida a la registrada en los noventa, mientras que la economía chilena ha tenido entradas más moderadas lo que ha permitido al país tener déficits más controlados, mayor acumulación de reservas y un tipo de cambio real que ha podido mantenerse más estable.