

Banco Central de Chile  
Documentos de Trabajo

Central Bank of Chile  
Working Papers

N° 461

Marzo 2008

## **MEDIDAS EXTENDIDAS DE RESTRICCIONES A LOS FLUJOS DE CAPITALES**

Jorge Selaive

Beatriz Velásquez

José Miguel Villena

---

La serie de Documentos de Trabajo en versión PDF puede obtenerse gratis en la dirección electrónica: <http://www.bcentral.cl/esp/estpub/estudios/dtbc>. Existe la posibilidad de solicitar una copia impresa con un costo de \$500 si es dentro de Chile y US\$12 si es para fuera de Chile. Las solicitudes se pueden hacer por fax: (56-2) 6702231 o a través de correo electrónico: [bcch@bcentral.cl](mailto:bcch@bcentral.cl).

Working Papers in PDF format can be downloaded free of charge from: <http://www.bcentral.cl/eng/stdpub/studies/workingpaper>. Printed versions can be ordered individually for US\$12 per copy (for orders inside Chile the charge is Ch\$500.) Orders can be placed by fax: (56-2) 6702231 or e-mail: [bcch@bcentral.cl](mailto:bcch@bcentral.cl).



**BANCO CENTRAL DE CHILE**

**CENTRAL BANK OF CHILE**

La serie Documentos de Trabajo es una publicación del Banco Central de Chile que divulga los trabajos de investigación económica realizados por profesionales de esta institución o encargados por ella a terceros. El objetivo de la serie es aportar al debate temas relevantes y presentar nuevos enfoques en el análisis de los mismos. La difusión de los Documentos de Trabajo sólo intenta facilitar el intercambio de ideas y dar a conocer investigaciones, con carácter preliminar, para su discusión y comentarios.

La publicación de los Documentos de Trabajo no está sujeta a la aprobación previa de los miembros del Consejo del Banco Central de Chile. Tanto el contenido de los Documentos de Trabajo como también los análisis y conclusiones que de ellos se deriven, son de exclusiva responsabilidad de su o sus autores y no reflejan necesariamente la opinión del Banco Central de Chile o de sus Consejeros.

The Working Papers series of the Central Bank of Chile disseminates economic research conducted by Central Bank staff or third parties under the sponsorship of the Bank. The purpose of the series is to contribute to the discussion of relevant issues and develop new analytical or empirical approaches in their analyses. The only aim of the Working Papers is to disseminate preliminary research for its discussion and comments.

Publication of Working Papers is not subject to previous approval by the members of the Board of the Central Bank. The views and conclusions presented in the papers are exclusively those of the author(s) and do not necessarily reflect the position of the Central Bank of Chile or of the Board members.

Documentos de Trabajo del Banco Central de Chile  
Working Papers of the Central Bank of Chile  
Agustinas 1180  
Teléfono: (56-2) 6702475; Fax: (56-2) 6702231

## **MEDIDAS EXTENDIDAS DE RESTRICCIONES A LOS FLUJOS DE CAPITALES**

Jorge Selaive  
Banco Central de Chile

Beatriz Velásquez  
Banco Central de Chile

José Miguel Villena  
Banco Central de Chile

### **Resumen**

Este trabajo extiende medidas de jure de restricciones a la cuenta de capitales elaboradas por Miniane (2004) a un grupo de 181 economías para el período 1996-2005. Adicionalmente, se proponen dos nuevos indicadores de restricciones. El primero excluye la regulación prudencial, en tanto el segundo pondera los índices por la capacidad de hacer cumplir los controles y normativa vigentes. Se examinan preliminarmente las tendencias globales en las restricciones de las 181 economías, así como el proceso de eliminación de restricciones a los flujos financieros en Chile. Para el conjunto de economías se observa una tendencia general a una mayor globalización y facilitación al flujo de capitales. En Chile se observa una significativa disminución de las restricciones, particularmente en el año 2001, que lo ubica entre las economías que registran los procesos de liberalización financiera más significativos de los últimos años.

### **Abstract**

In this work, we extend de jure measures of capital account restrictions previously assembled by Miniane (2004) to a set of 181 economies for the period 1996-2005. Additionally, we propose two new measures of capital account restrictions. The first excludes prudential regulation and the second weights the indices by a proxy for the enforcement of capital restrictions. We analyze global tendencies and the process of capital account liberalization in Chile. For the group of economies, we observe an overall tendency to larger globalization and fewer restrictions to capital flows. In Chile we observe a significant decline in capital account restrictions, in particular during 2001, which places the economy among the ones with the most significant financial liberalization processes during the last several years.

---

Se agradecen las sugerencias y comentarios de José De Gregorio, Leonardo Hernández y Gloria Peña, así como de los asistentes al Seminario Interno del Banco Central de Chile. Asimismo, se agradece la asistencia de investigación de Gustavo Leyva. Los índices desagregados por economías están disponibles en: <http://www.bcentral.cl/estudios/documentos-trabajo/xls/dtbc461anexo.xls>. Las conclusiones y errores que persisten son de exclusiva responsabilidad de los autores y no reflejan la visión del Banco Central de Chile. Contacto: Agustinas 1180, Santiago-Chile. Tel: 56-2-670-2404, Fax: 56-2-670-2836. E-mail: [jselaive@bcentral.cl](mailto:jselaive@bcentral.cl); [bvelasqu@bcentral.cl](mailto:bvelasqu@bcentral.cl); [jvillena@bcentral.cl](mailto:jvillena@bcentral.cl).

## 1. Introducción

En la literatura sobre apertura financiera y controles de capitales no han estado ausentes medidas sobre el grado de apertura de la cuenta de capitales de las economías. La tarea de construcción de estas medidas no es trivial dada la dificultad para capturar la extensividad e intensidad de los controles sobre los flujos, distinguir las normas prudenciales de las que efectivamente constituyen restricciones, diferenciar la capacidad de hacer cumplir la normativa vigente y, finalmente la limitada disponibilidad de información con frecuencias inferiores a un año. En ese contexto, el objetivo de este trabajo es entregar al medio, tanto académico como de diseñadores de política económica, una base de datos con medidas de restricciones a los flujos de capitales para un período y grupo amplio de economías, subsanando al mismo tiempo parte de las críticas anteriores.

En la literatura se han seguido aproximaciones que resultan complementarias. Por un lado, medidas *de jure* que elaboran índices de apertura tomando la información sobre las restricciones que la legislación impone a los flujos de capitales en cada economía, y las medidas *de facto*, que pueden ser asociadas a diferenciales de precio, principalmente tasas de interés y cantidades, usualmente saldos de activos y pasivos externos<sup>2</sup>.

Gran parte de las contribuciones previas sobre medidas *de jure* se han basado en información compilada por el Fondo Monetario Internacional (FMI), particularmente en sus ediciones de los *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER) que entregan una extensiva desagregación de las regulaciones existentes a los flujos de entrada y salida de capitales para un amplio conjunto de economías, separándolas entre las de control y las de provisiones a las transacciones de capital. Estas se basan en encuestas anuales a los países, los que proporcionan información a través de textos libres para cada ítem consultado. Sobre la base de las nuevas ediciones de los AREAER se ha generado contribuciones que han elaborado índices que permiten comparar los grados y evolución de las restricciones de capitales. Entre estas destacan, Quinn (1997, 2003), Johnston y Tamirisa (1998), Rossi (1999), Brune et al. (2001), Miniane (2004), Chinn y Ito (2007), entre otros<sup>3</sup>. Previa a la edición de los AREAER, el FMI entregaba estadísticas dicotómicas para seis conceptos asociados a acuerdos bilaterales de pagos, restricciones sobre transacciones de la cuenta corriente, adelanto de depósitos a las importaciones, entre otros.

La segunda aproximación a las restricciones a los flujos de capitales corresponde a las medidas *de facto* que en su aproximación a través de cantidades se han basado en los *stocks* de los distintos componentes de la posición de inversión internacional. Lane y Milesi-Ferretti (2001), LMF de aquí en adelante, son los primeros en presentar una base

---

<sup>2</sup> Kose et al. (2006) presenta una interesante categorización y crítica a las medidas de apertura financiera disponibles. En particular, dentro de las medidas *de facto* de diferenciales de precio, se destacan Cheung et al. (2003) y De Gregorio (1998). Dentro de las medidas *de facto* de cantidad destaca Lane y Milesi-Ferretti (2001, 2006)

<sup>3</sup> Chinn y Ito (2007) elaboran índices de apertura que combinan las distintas categorías del AREAER a través de factores comunes. A pesar de hacer un buen seguimiento de las tendencias globales, parece no identificar apropiadamente las situaciones de economías individuales.

de datos extensiva para un grupo amplio de economías para el período 1970-1998, distinguiendo saldos de activos y pasivos externos. LMF (2006) actualiza hasta el 2004 estas estadísticas, así como también entrega una descomposición por los principales componentes de dichos activos y pasivos. Estas medidas *de facto* dependen fundamentalmente de la calidad de las estadísticas de Posición de Inversión Internacional de las economías y han sido ampliamente utilizadas para evaluar el grado de integración financiera internacional entre otros temas en economía internacional.

Tanto las medidas *de facto* como las medidas *de jure* presentan ventajas y desventajas que en definitiva las hacen complementarias al juzgar la integración financiera de las economías. Las primeras consideran las estadísticas de saldos de activos y pasivos externos sobre la base de la información recopilada para la elaboración de la Balanza de Pagos. Esta información distingue esencialmente los componentes de inversión extranjera, inversión de portafolio y otra inversión, tanto en activos como en pasivos externos. Primero, esta información se basa para varios de estos componentes en encuestas de alcance reducido. Segundo, un alto nivel de activos y/o pasivos externos pueden estar concentrados en un conjunto menor de subpartidas. Por otro lado, para las medidas *de jure*, al incorporar restricciones prudenciales, pueden no estar necesariamente asociadas a restricciones limitantes sobre el flujo de capitales transfronterizos. Otras críticas a las medidas *de jure* y *de facto*, así como la evidente complementariedad entre ellas, se pueden encontrar en Edison y Warnock (2001), Edwards (2001), Kose et al. (2006) y Miniane (2004).

Dada la visión complementaria de las medidas *de jure* y *de facto*, este trabajo realiza una contribución dentro de la primeras. Primeramente, extiende para 181 economías y hasta el 2005 las medidas de *jure* elaboradas por Miniane (2004)<sup>4</sup>. Estas últimas se encuentran disponibles para 34 economías hasta el 2004. Para tal efecto, nos basamos en los AREAER disponibles con información hasta el 2005. Segundo, se propone un índice que sólo considera las partidas de controles de capitales presentadas en el AREAR, sin considerar las de provisiones, las que tienen un carácter más bien prudencial. Finalmente, se elabora un índice que controla por la capacidad de hacer cumplir las restricciones sobre los flujos de capitales (“*enforcement*”). La intención es entregar medidas actualizadas, complementarias a las actualmente disponibles y, al mismo tiempo, subsanar algunas de las deficiencias en las medidas entregadas en otros trabajos.

Se examinan las tendencias globales de apertura financiera de las economías sobre la base de los tres índices elaborados. Asimismo, se realiza un análisis de la evolución de la liberalización financiera chilena a la luz de los índices globales obtenidos.

El trabajo se ha organizado conteniendo una revisión de la metodología y la fuente de información en la siguiente sección. La tercera sección presenta un examen de la evolución global de los índices de restricciones a los flujos financieros. La cuarta sección presenta una versión del índice que excluye regulación prudencial. La quinta sección

---

<sup>4</sup> Quinn (1997, 2003) también presentan medidas de regulación financiera en la misma línea metodológica Miniane (2004)

presenta un índice que controla por efectividad en la aplicación de la normativa. La sexta sección presenta el caso de Chile. Se concluye en la última sección.

## **II. Metodología y fuentes de datos**

Todos los países poseen una gran variedad de información legal respecto a su normativa cambiaria, tributaria, de comercio internacional y financiera. La información del AREAER, preparada por el Fondo Monetario Internacional, es entregada de acuerdo a las definiciones contenidas en una guía de compilación para completar el reporte<sup>5</sup>. Consideramos que esta es la fuente más idónea para la elaboración de un índice de control de capitales ya que contiene un detalle exhaustivo de las normativas vigentes en los distintos países, permitiendo parametrizar en forma sistemática la evolución de su política cambiaria, de comercio exterior y financiera a través del tiempo. Además, tiene ventajas asociadas a su amplia difusión y estandarización de las encuestas y su acceso no restringido a los resultados, permitiendo la comparación entre economías. Este reporte provee una detallada descripción del sistema cambiario y de comercio internacional de los países miembros del FMI, considerando también como restricciones a la cuenta de capitales la existencia de tipos de cambio duales y múltiples, provisiones específicas para la banca comercial y para los inversionistas institucionales. En ese contexto, seguimos la aproximación de Miniane (2004) quien elabora un índice de control de capitales para una muestra de 34 países, basándose en los AREAER publicados con periodicidad anual.

### **II.1. Conceptos de apertura financiera considerados en el AREAER**

La medida de apertura *de jure* de los flujos de capitales corresponde a un promedio simple a partir de una tabla de variables dicotómicas o *dummies* a las que se asigna un valor de uno (1) para los países que tienen una restricción en esa característica y cero (0) cuando no la hay. Las categorías utilizadas para este estudio fueron las siguientes:

#### ***Controles sobre Transacciones de Capital***

1. **Valores del Mercado de Capitales:** Comprenden las acciones y otras participaciones de capital, así como los bonos y otros valores con un vencimiento original superior a un año.
2. **Instrumentos del Mercado Monetario:** Títulos o valores con un vencimiento original a un año o menos, tales como certificados de depósito, letras de tesorería, aceptaciones bancarias etc.
3. **Valores de Inversión Colectiva:** Certificados de acciones y registros u otras pruebas del interés de un inversionista en una institución para fines de inversión colectiva como fondos comunes de inversión y los fideicomisos de inversión.

---

<sup>5</sup> Ver formato del informe entregado por cada país en el apéndice. A pesar de los esfuerzos por estandarizar la información recibida es posible que los declarantes aborden sus respuestas con criterios distintos, hecho inevitable al permitir que sean los propios representantes de los países los que contestan y no un cuerpo estable del FMI.

4. **Derivados financieros y Otros Instrumentos:** Se refieren a las operaciones en otros instrumentos negociables y títulos de créditos sin garantía real no cubiertos en las secciones previas.
5. **Créditos Comerciales:** Cubre operaciones vinculadas en forma directa con las transacciones de comercio internacional o con la prestación de servicios internacionales.
6. **Créditos Financieros:** Todos los demás créditos, concedidos por residentes incluidos los bancos a no residentes y viceversa..
7. **Garantías, Avaes y Servicios de Respaldo Financiero:** Incluye las concedidas por residentes a no residentes y viceversa. También incluyen las garantías otorgadas para garantizar la ejecución de un contrato.
8. **Inversión Directa:** Se refiere a inversiones con la finalidad de establecer relaciones económicas duraderas, ya sea en el exterior por parte de residentes y en el país por parte de no residentes.
9. **Remesa de Utilidades o Liquidación de Inversión Directa:** Transferencia del principal incluido en capital inicial y las ganancias de capital, de una inversión extranjera directa.
10. **Transacciones de Bienes Raíces:** Se refiere a la adquisición de bienes raíces no conectada con inversión directa, e incluye, por ejemplo, inversiones de índole estrictamente financiera en bienes raíces o la adquisición de inmuebles para uso personal.
11. **Transacciones de capital personal de particulares.** Constituidas por las transferencias en nombre de particulares con el objeto de beneficiar a otro particular. No es considerada por Miniane (2004). Sin embargo, es incluida en nuestros índices presentados más adelante.

### *Provisiones*

12. **Disposiciones Específicas aplicables a Bancos Comerciales y Otras Instituciones Crediticias:** Regulaciones que son específicas de estas instituciones tales como controles monetarios, prudenciales y cambiarios. La inclusión de información en esta categoría no significa necesariamente que el objeto de la medida sea controlar el flujo de capital.
13. **Disposiciones Específicas aplicables a Inversionistas Institucionales:** Incluye medidas que establecen limitaciones para la composición de los activos externos en moneda extranjera de los inversionistas y pasivos y/o establecen diferencias entre residentes y no residentes. Límites sobre el portafolio que una institución puede mantener en activos extranjeros.

### *Tipo de Cambio*

14. **Tipos de Cambio Múltiples:** Esta categoría no pertenece a las transacciones de la cuenta de capitales sino a la de régimen cambiario, pero es incluida dada la disponibilidad de información y puesto que permite mejorar la extensividad de índice de apertura dado que controles a los flujos pueden también ser indirectamente afectados por el régimen cambiario. En particular, esta categoría hace referencia a si

más de un tipo de cambio que puede ser utilizado simultáneamente por diferentes propósitos y/o por diferentes entidades. El sistema es denominado dual o múltiple.

Las *dummies* para cada categoría fueron construidas directamente a partir de las restricciones anotadas en AREAER. Para la información previa a 1995, la clasificación no fue directa puesto que no se hallan las mismas 13 categorías en los reportes previos a esa fecha. Miniane las reconstruye a partir de la sección “*changes*” de cada país bajo análisis. El criterio utilizado por el autor fue que siempre que había alguna mención específica a un cambio ocurrido de un año para otro, éste era contabilizado como 0 ó 1 según fuera el caso y por el contrario si no se hacía alusión explícita de la categoría en esta sección le asignaba el mismo valor del último año en que aparecía una referencia. De manera de extender nuestro índice se empalma con los índices de Miniane previos a 1996<sup>6</sup>.

Reproducir los cálculos obtenidos por Miniane para el período 1996 al 2000 para los 34 países permitió ajustar criterios de manera tal que las extensiones a las series disponibles sean totalmente comparables. Entre los años 1996 y 2001, los reportes anuales presentan las 13 categorías de análisis descritas anteriormente. Así entonces, se clasifican cada una de esas categorías para cada país.

Por ejemplo, consideremos el caso de Canadá. Si revisamos AREAER (99), vemos que el año 1998 sólo tenía controles de capital sobre la inversión directa en sectores específicos: radiodifusión, telecomunicaciones, transporte, finanzas, pesca y energía, y además los inversionistas pertenecientes a la Organización Mundial del Comercio (OMC) que hacían inversión directa por más de 184 millones de dólares canadienses, estaban sujetos a autorización por parte de las autoridades. Los inversionistas no-OMC estaban sujetos a distintos umbrales de autorización. Las inversiones sujetas a autorización debían pasar un examen para probar que la inversión generaría un beneficio neto para Canadá.

Como este país tenía una única restricción el año 1998, su índice para ese año, siguiendo la metodología descrita anteriormente, adopta el valor de 0,077 (1/13). Para el año 1999 en cambio se añade una restricción a los bancos comerciales, limitándoles la posibilidad de invertir domésticamente o en el extranjero más del 10% de participación con derecho a voto en las sociedades. De igual manera no se les permite tener el control de las sociedades en las que invierten. Esta restricción, cambia de 0 a 1 la característica “Provisiones específicas a bancos comerciales y otras instituciones crediticias”, dejando el índice en 0,154. Este índice permanece sin variación hasta el año 2005 en que se agregan restricciones a los inversionistas institucionales, estableciéndoles un límite de 30% para invertir en el exterior. En consecuencia, Canadá presenta un índice de apertura de 0,231 (3/13) el 2005.

---

<sup>6</sup> Los AREAER pre-1996 no siempre distinguen entre restricciones a la entrada y a la salida de capitales, Miniane entonces toma en cuenta estas restricciones sin discriminar sistemáticamente entre las dos categorías. Al mismo tiempo considera como una única restricción sobre la inversión extranjera directa, las limitaciones que hay sobre algunos sectores financieros de la economía, tales como Fondos Mutuos, cuya restricción a la inversión afecta dos características simultáneamente, la antes mencionada y el mercado accionario. Finalmente muchos países tienen restricciones a la inversión extranjera directa en sectores relativos a defensa u orden público, los que son considerados sectores estratégicos. Contrariamente a lo expuesto en AREAER, Miniane no considera tales restricciones como controles de capital.



Después de reproducir los índices de Miniane, extendemos dichos índices siguiendo las mismas reglas de decisión hasta el año 2005. Asimismo, elaboramos otros dos índices de restricciones financieras. El primero excluye las restricciones por provisiones, consideradas prudenciales, y el segundo controla por la capacidad de las economías para aplicar la normativa (“*enforcement*”).

### III. Tendencias globales de la apertura de la cuenta de capitales

La metodología descrita en la sección anterior se utiliza para un conjunto de 181 economías que son aquellas incorporadas en el AREAER.

De manera de realizar un análisis global de las tendencias de apertura a los flujos de capitales de las economías presentadas, en la figura 1 se presenta la evolución del índice *De Jure* para 181 economías, el índice *De Jure* para 34 economías y un indicador *De Facto* comparativo agregado de apertura financiera. Este último se construye considerando los activos y pasivos de cartera y de inversión directa normalizados por el PIB tomando la base de activos y pasivos externos elaborados por Lane y Milesi-Ferretti (2006)<sup>7</sup>. El índice corresponde al promedio simple de los índices de las economías y, a diferencia del índice *De Jure*, un aumento en su valor indica menores restricciones a los flujos de capitales<sup>8</sup>.

Se observa un comovimiento –negativo– entre los índices *de Jure* y *de Facto*. En efecto, ambos indicadores muestran una tendencia global hacia una creciente apertura de las economías a los flujos financieros, con una leve reversión durante el 2005 evidenciada por el índice normativo.

Respecto al seguimiento que realiza el índice, nos remitimos a mencionar la correlación de este con el índice de Chinn y Ito (2007). Dichos autores presentan las correlaciones con variados indicadores de apertura financiera. Nuestro primer índice tiene una correlación de 0,8 con el de estos autores<sup>9</sup>.

La figura 2 presenta índices *De Jure* para grupos de economías de acuerdo a la clasificación por ingreso realizada por el Banco Mundial<sup>10</sup>. Se observa que las economías de mayor ingreso (*high income*) tienen mayor apertura de sus cuentas de capital, en tanto las de bajo ingreso (*low income*) serían más cerradas. Asimismo, se aprecia una reversión durante el 2004 y 2005, principalmente en los países de altos ingresos<sup>11</sup>.

---

<sup>7</sup> Específicamente,  $LMF = \frac{(\text{Portfolio activos} + \text{Portfolio pasivos} + \text{IED activos} + \text{IED pasivos})}{PIB(US\$)}$ .

<sup>8</sup> Promedio ponderados por PIB no alteran el resultado.

<sup>9</sup> Chinn y Ito presentan correlaciones con otros índices de apertura y restricción a los flujos de capitales.

<sup>10</sup> Clasificación disponible en el apéndice.

<sup>11</sup> La indicación en las notas del AREAER para varias economías menciona que esta reversión sería producto de los mayores resguardos internacionales que se han tomado para prevenir el financiamiento del terrorismo y el lavado de activos.

Al agrupar las economías de acuerdo a la clasificación de nivel de desarrollo, como se presenta en la figura 3, se observa un patrón relativamente estable en las restricciones a los flujos de capitales a través del tiempo. Las economías avanzadas presentaron las menores restricciones a los flujos financieros desde 1996 al 2004. El 2005 se observa una reversión que coloca a las economías latinoamericanas como las de mayor apertura financiera.

La figura 4 sea aventura en identificar eventuales patrones entre la clasificación de riesgo soberano y las restricciones financieras de las economías. Para esto se presenta el promedio desde 1996 a 2005 del índice de apertura, agrupando las economías de acuerdo a la clasificación de riesgo soberano vigente en agosto 2007<sup>12</sup>. Se aprecia una tendencia de las economías con mejor grado de inversión a presentar mayor apertura a los flujos de capitales. Sin embargo, también se observa una U invertida al incorporar el total de economías, tanto con grado, como sin grado de inversión. En ese contexto, si bien economías con alta clasificación de riesgo presentarían mayor apertura a los flujos de capitales, también es el caso para economías con bajas clasificaciones de riesgo si ambas se comparan con las de clasificación intermedia.

#### **IV. Apertura Financiera excluyendo regulación prudencial**

Algunas de las normativas consideradas dentro de las restricciones financieras utilizadas para construir el índice *De Jure* pueden tener carácter prudencial y están orientadas a mantener un sistema financiero doméstico sano más que a controlar en forma intencional el flujo de capitales con un propósito restrictivo. Economías que presentan una regulación prudencial adecuada pueden parecer más restrictivas que aquellas que no presentan ningún tipo de resguardo de carácter prudencial en su sistema financiero. Este aspecto puede ser discutible para algunos hacedores de política y académicos. De manera de examinar la relevancia de este aspecto en los índices de restricciones a los flujos de capitales, elaboramos un índice que excluye las siguientes categorías que están en la categoría de “Provisiones” en el AREAR y consideramos evidencian regulación de carácter prudencial: la categoría XI “Disposiciones específicas aplicables al sector financiero” y la categoría XII “Disposiciones específicas aplicadas a inversionistas institucionales”.

La figura 5 presenta el índice que excluye la regulación prudencial *DeJure<sup>P</sup>*, y el índice *De Jure* presentado en la sección anterior. Ambos índices se presentan para el período 1996-2005. Se observa que el indicador que excluye la regulación prudencial se encuentra por debajo del índice total. Este resultado era esperable toda vez que se excluyen dos categorías que regularmente son limitantes para la administración de los portafolios. En

---

<sup>12</sup> Clasificación de riesgo soberano vigente a agosto 2007 según *Standard & Poors*. Ver apéndice con detalle. Alternativamente, es posible realizar ejercicios para los índices de apertura del 2005 versus las clasificaciones vigentes, o promedio de clasificaciones asignando un indicador numérico a cada clasificación. Ambos ejercicios entregan resultados similares, como se observa, al menos para la primera alternativa en la sección siguiente.

términos de evolución, no se observan diferencias agregadas relevantes, a pesar de que a nivel de economías los resultados muestran ciertas variaciones.

## V. Restricciones a los Flujos Financieros controlando por efectividad en la aplicación de la normativa (“*enforcement*”)

De manera de controlar por la aplicabilidad de las normativas sobre los flujos de capitales transfronterizos, se considera el siguiente indicador para el país  $i$  en el período  $t$ :

$$DeJure^E_{i,t} = DeJure_{i,t} * Enforcement_{i,t}$$

Donde *DeJure* corresponde al índice presentado en la sección anterior y *Enforcement* corresponde al indicador elaborado por el *International Country Risk Guide* para el concepto *Corruption*<sup>13</sup>. Este indicador se ubica en el intervalo [0,6] y esta disponible para el período cubierto en este trabajo. Fue estandarizado en forma simple para que se ubique entre [0,1], con 0 indicando la menor capacidad para hacer *enforcement* de la normativa y 1 indicando la mayor capacidad de las instituciones para aplicar y hacer cumplir la normativa.

La figura 6 presenta el índice controlando por efectividad en la aplicación de la normativa *DeJure*<sup>E</sup>, y el índice *De Jure* presentado en la sección anterior<sup>14</sup>. Resulta interesante observar que el primer índice evidencia en la perspectiva temporal una tendencia a una mayor restricción a los flujos de capitales respecto al índice original.

## VI. El Caso de Chile<sup>15</sup>

En esta sección se aborda la situación de la economía chilena, presentándose en términos generales el proceso de apertura de su cuenta de capitales llevado a cabo desde fines de los 90s. Posteriormente se describe la evolución de su índice y se presentan cuales son los factores que son considerados limitantes a la libre movilidad de los flujos de capitales y que se encuentran vigentes de acuerdo a la metodología *de jure* aplicada a partir del AREAER.

---

<sup>13</sup> Dada la disponibilidad para todo el período analizado y lo cercano al concepto de aplicabilidad o *enforcement*, elegimos este indicador como el más adecuado (*Corruption ICRG: Assessment of the corruption within the political system. The most common form of corruption met directly by business is financial corruption in the form of demands for special payments and bribes connected with import and export licenses, exchange controls, tax assessments, police protection, or loans*)

<sup>14</sup> Se incluyen sólo 131 economías, que son aquellas para las que se dispone de una *proxy* de “*enforcement*”.

<sup>15</sup> Para abordar el caso de Chile para los años posteriores al 2000 y con el objeto de tener una mejor estimación del impacto efectivo de la liberalización cambiaria del año 2001, se tuvieron presentes las restricciones vigentes al año 2006 y se fueron examinando los Acuerdos del Consejo del Banco Central de Chile tomados desde el 2002 al 2006. Esta información en algunos aspectos no necesariamente coincide con lo señalado para Chile en el AREAER de cada año, pero sí corresponde a la situación efectiva de restricciones al flujo de capitales vigentes en cada período.

Chile ha experimentado una importante apertura de su cuenta de capitales, registrando un índice de 1 el año 1983, correspondiendo a las economías más cerradas hasta el año 2000 con un indicador de 0,923. En tanto en el año 2001, alcanza un índice de 0,385 y finalmente 0,308, ubicándose en el cuarto lugar junto a Dinamarca, Estados Unidos, Francia y Hong Kong, y bajo el índice promedio de las economías de la muestra desde el año 2001 (ver Cuadro 1).

Como resultado del episodio de liberalización del año 2001, cuando se eliminan los controles de capitales, Chile registra un índice de 0,385 (5/13), el cual disminuye a 0,308 (4/13) el 2005, cuando se permitió a las empresas bancarias emitir opciones (con anterioridad a esa fecha sólo podían comprar estos instrumentos). A ese año se mantienen vigentes las limitantes en (1) valores del mercado de capitales y (2) créditos financieros, así como aquellas de carácter prudencial (3) Disposiciones específicas aplicadas a bancos comerciales y (4) a inversionistas institucionales.

En razón de lo anterior se ubica con un índice cuyo valor es menor al promedio de los países de la muestra y en el cuarto grupo de las menos restrictivas.

La evolución del índice es producto de un proceso gradual de liberalización cambiaria efectuado principalmente durante fines de los 90s y que culminó en abril del 2001 con la supresión total de los controles de capital, dándose plena aplicación al principio de libertad cambiaria establecido Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile (LOC)<sup>16</sup>.

El año 1998 se disminuyó a cero la aplicación de un encaje (depósito no remunerado) al ingreso de capitales por concepto de créditos externos, bonos emitidos en el exterior e inversiones de cartera. Esta fue una de las medidas de control de capitales más emblemáticas de Chile y sus efectos sobre los flujos de capitales han sido ampliamente analizados<sup>17</sup>. A pesar de ser llevado a cero el requerimiento de encaje en septiembre de 1998, este fue eliminado de las reglamentaciones el 2001, manteniéndose las facultades constitucionales para poder establecerlo dentro del contexto de atribuciones cambiarias del Banco Central de Chile.

En 1999 se eliminó la obligación de autorización previa para el ingreso y pago de créditos externos, inversiones y aportes de capital, así como la obligación de liquidación de las divisas al ingresar al país. Por otra parte, se permitieron los préstamos interbancarios en moneda extranjera, se incorporó la reglamentación que dio surgimiento a la Bolsa *Off-Shore*; y se autorizó la inversión de residentes en el exterior con disposición de fondos en el extranjero. Todo lo anterior se realizó en un contexto en que se abandonaba la política cambiaria de flotación en una banda.

---

<sup>16</sup> Artículo 39 de la LOC.

<sup>17</sup> Ver De Gregorio et al. (2000), Larraín et al. (2000), Gallegos et al. (2002) y Le Fort y Lehmann (2003), entre varios otros. Estos trabajos analizan los efectos sobre los capitales de corto plazo sujetos y no sujetos a encaje, así como los flujos de capitales de largo plazo. En general, existe evidencia disímil sobre el efecto del encaje sobre los distintos flujos así como eventuales efectos sobre el tipo de cambio real.

Respecto a la utilización de instrumentos derivados, el 2000 se autorizó a las empresas bancarias a realizar operaciones sobre el peso chileno con no residentes, lo que fue el comienzo de una incipiente internacionalización del peso chileno (BIS, 2007) y el surgimiento de transacciones NDF (“*non-delivery forwards*”) entre residentes y no residentes (Boletín Mensual, Banco Central de Chile). Además ese año se permitió a la industria bancaria una amplia intermediación financiera en moneda extranjera, lo que condujo a una mayor profundidad y liquidez de los mercados cambiarios del país y una utilización de instrumentos de cobertura por parte de más empresas (ver Ahumada et al., 2006).

El 2001 fueron eliminados los controles de capitales restantes, como las limitantes de clasificación de riesgo, plazos ponderados mínimos para la emisión de bonos y las restricciones para contraer deuda externa. Asimismo, se permite la libre disposición de fondos en el exterior producto de operaciones financieras. En efecto, en la memoria anual de Banco Central de Chile del 2001 se señala que “bajo el nuevo marco regulatorio, en un esquema de riesgos controlados, los costos de transacción asociados a operaciones financieras externas se reducen considerablemente, permitiendo que, tanto personas como empresas, accedan de manera más fluida y eficiente a los beneficios que otorga la integración financiera y comercial de Chile con el exterior”.

Posteriormente el año 2005, en el contexto de modernización de los mercados financieros, se autorizó a las empresas bancarias para ofrecer contratos de opciones de compra y venta sobre monedas, índices de reajustabilidad y tasas de interés.

Paralelamente, desde fines de los 90s se ha aumentado gradualmente el porcentaje del portafolio que los inversionistas institucionales y las empresas bancarias pueden invertir en el exterior. Asimismo, se han modernizado las normas de descalce de monedas y plazos que regulan el negocio de las empresas bancarias.

Como se observa en la figura 7, frente a un promedio de otras economías y considerando también el índice *de facto*, Chile presenta una evolución hacia una disminución importante en el índice de restricciones entre los años 2000 y 2001.

Finalmente, la figura 8 presenta un corte transversal para el año 2005 tomando las clasificaciones de riesgo de un conjunto de economías. Se observa a Chile con una apertura similar al de otras economías con grado de inversión.

## **VI.1. Restricciones vigentes de Chile en el marco del AREAER**

Las restricciones vigentes al año 2005 son cuatro (4) y se analizan a continuación (ver Cuadro 2).

Los bancos comerciales tienen límites prudenciales para sus descalce de monedas y plazos, los que se han ajustado a los requerimientos de Basilea; y adicionalmente se deben hacer provisiones cuando las inversiones en el exterior superan ciertos límites establecidos, como por ejemplo el 70% del patrimonio efectivo.

Por su parte los inversionistas institucionales tienen límites para la inversión de su portafolio en el exterior, en el caso de las administradoras de fondos de pensiones (AFP) han ido aumentando gradualmente hasta un 30% el año 2005, el año 2007 se ha aumentado a un 45%. En tanto a las compañías de seguro pueden invertir en el exterior hasta un máximo de 20% de su reserva técnica y patrimonio de riesgo.

Las otras dos restricciones están relacionadas con el hecho de que para la realización de operaciones financieras tales como créditos e inversiones en pesos chilenos se requiere la autorización expresa del Banco Central de Chile. Lo anterior se desprende del último inciso del artículo 42 de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central, producto de que se mantiene vigente la limitación cambiaria que estas operaciones financieras se canalicen a través del Mercado Cambiario Formal (sistema bancario)

Al respecto, el Banco autorizó el año 2007 a que los no residentes pudieran emitir bonos en el mercado local pagaderos en pesos chilenos y a que esos instrumentos fuera adquiridos por los residentes, por lo que la variable “Valores del Mercado de Capitales” toma un valor de cero (0) y el índice de Chile al año 2006 registraría un valor de 0,231 (3/13).

## **VII. Conclusiones**

En este trabajo se extendieron las medidas *de jure* elaboradas por Miniane (2004). Para tal efecto, se utilizan los AREAER del Fondo Monetario Internacional disponibles hasta el 2006 tomando como referencia la metodología y los índices elaborados por este autor. De esta manera, se hacen disponibles para el análisis de política y el medio académico índices anuales de restricciones financieras para un amplio grupo de economías durante el período 1996-2005. Asimismo, se presentan y examinan muy preliminarmente tendencias globales de los índices de acuerdo a grados de desarrollo, ubicación geográfica y clasificación de riesgo.

En Chile se observa una disminución en las restricciones financieras a los flujos de capitales entre los años 1983 y 2005. En efecto, de ubicarse entre los más restrictivos hasta el año 2000, pasa a estar con menos restricciones que el promedio de las economías el año 2001. Se mantienen a la fecha disposiciones que restringen las operaciones financieras en pesos chilenos, y otras de carácter prudencial que limitan las inversiones de portafolio en el exterior de bancos comerciales e inversionistas institucionales.

La medición de la apertura o restricción financiera de las economías es aún un desafío para los investigadores y diseñadores de política. Los índices propuestos en este trabajo mejoran en varias dimensiones los disponibles en la literatura, tanto en cobertura de economías como en período de tiempo. A diferencia de otros índices, su metodología es simple, reproducible y transparente.

## APENDICE

### Síntesis de la presentación por país en AREAER

Título	Detalle
I. Medidas cambiarias.	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Restricciones y/o tipos de cambio Múltiples.</li> <li>b) Restricciones Internacionales por razones de seguridad.               <ul style="list-style-type: none"> <li>1. De conformidad con la decisión número 4-(52/51) del directorio ejecutivo del FMI.</li> <li>2. Otras restricciones por razones de seguridad.</li> </ul> </li> </ul>
II. Régimen Cambiario.	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Dinero Legal.               <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Otra moneda de curso legal.</li> </ul> </li> <li>b) Estructura del régimen cambiario.               <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Unitario.</li> <li>2. Dual.</li> <li>3. Múltiple (*).</li> </ul> </li> <li>c) Clasificación.               <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Régimen de cambios sin una moneda nacional de curso legal.</li> <li>2. Régimen de caja de conversión.</li> <li>3. Paridad fija convencional.</li> <li>4. Paridad fija dentro de bandas horizontales.</li> <li>5. Paridad móvil.</li> <li>6. Tipos de cambio dentro de bandas de fluctuación.</li> <li>7. Flotación dirigida sin una trayectoria predeterminada del tipo de cambio.</li> <li>8. Flotación independiente.</li> </ul> </li> <li>d) Impuestos sobre las operaciones cambiarias.</li> <li>e) Subvención al Tipo de Cambio.</li> <li>f) Mercado de Cambios a término.               <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Cobertura oficial de las operaciones a término.</li> </ul> </li> </ul>
III. Mecanismos para efectuar y recibir pagos.	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Requisitos en cuanto a la moneda.               <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Controles sobre el uso de la moneda nacional.</li> <li>2. Uso de divisa por parte de residentes.</li> </ul> </li> <li>b) Acuerdos de pagos.               <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Acuerdos de pagos bilaterales.</li> <li>2. Acuerdos regionales.</li> <li>3. Acuerdos de compensación.</li> <li>4. Acuerdos de trueque y cuentas corrientes.</li> </ul> </li> <li>c) Autoridades de control de cambios.</li> <li>d) Atrasos en los pagos.               <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Oficiales.</li> <li>2. Privados.</li> </ul> </li> </ul>
IV. Cuentas de residentes	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Autorización para mantener cuentas en moneda extranjera.               <ul style="list-style-type: none"> <li>1. En el país.</li> <li>2. En el exterior.</li> </ul> </li> <li>b) Cuentas denominadas en moneda nacional emitidas en el exterior</li> <li>c) Convertibilidad en moneda extranjera de las cuentas denominadas en moneda nacional.</li> </ul>
V. Cuentas de no residentes	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Autorización para mantener cuentas en moneda extranjera.</li> <li>b) Cuentas en moneda nacional.</li> <li>c) Cuentas bloqueadas.</li> </ul>
VI. Importaciones y pago de Importaciones	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Presupuesto en divisas.</li> <li>b) Requisitos sobre financiamiento para las importaciones.</li> <li>c) Documentación exigida para que se entreguen divisas destinadas a importaciones.               <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Se exige domicilio e inspección anterior al embarque.</li> <li>2. Cartas de crédito.</li> <li>3. Utilización de permisos de importación como autorización para obtener divisas.</li> </ul> </li> <li>d) Permisos de importación y otras medidas no arancelarias.               <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Lista de rubros autorizados.</li> <li>2. Lista de rubros no autorizados.</li> <li>3. Permisos generales abiertos.</li> <li>4. Permisos sujetos a cuotas.</li> <li>5. Otras medidas no arancelarias.</li> </ul> </li> <li>e) Impuestos y/o aranceles a la importación.               <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Recaudación de impuestos a través del sistema cambiario.</li> </ul> </li> <li>f) Monopolio estatal de las importaciones.</li> </ul>

(\*) Todas estas categorías son las seleccionadas como medida de control de capitales.

<b>Título</b>	<b>Detalle</b>
VII. Exportaciones e ingresos de exportación	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Se exige la repatriación. <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Se exige la cesión de las divisas al Banco Central.</li> <li>2. Se exige la cesión de las divisas a intermediarios autorizados.</li> </ul> </li> <li>b) Requisitos sobre financiamiento.</li> <li>c) Se exige documentación.</li> <li>d) Permisos de exportación.</li> <li>e) Impuestos sobre las exportaciones.</li> </ul>
VIII. Pagos de transacciones invisibles y transferencias corrientes	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Pagos relacionados con el comercio</li> <li>b) Pagos relacionados con inversiones</li> <li>c) Pagos de viajes</li> <li>d) Pagos personales</li> <li>e) Salarios de trabajadores extranjeros</li> <li>f) Utilización de tarjetas crédito en el exterior</li> <li>g) Otros pagos</li> </ul>
IX. Ingresos por transacciones invisibles y transferencias corrientes	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Se exige la repatriación. <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Se exige la cesión de las divisas al Banco Central.</li> <li>2. Se exige la cesión de las divisas a intermediarios autorizados.</li> </ul> </li> <li>b) Restricciones a la utilización de fondos</li> </ul>
X. Transacciones de capital	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Se exige la repatriación. <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Se exige la cesión de las divisas al Banco Central.</li> <li>2. Se exige la cesión de las divisas a intermediarios autorizados.</li> </ul> </li> <li>b) Controles sobre el capital y los instrumentos del mercado monetario. <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Valores de mercado de capital (*).</li> <li>2. Instrumentos del mercado monetario (*).</li> <li>3. Valores de inversión colectiva (*).</li> </ul> </li> <li>c) Controles sobre los derivados financieros y otros instrumentos (*).</li> <li>d) Controles sobre las operaciones de crédito. <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Crédito comercial (*).</li> <li>2. Crédito financiero (*).</li> <li>3. Garantías, avales y servicios de respaldo financiero (*).</li> </ul> </li> <li>e) Controles sobre la inversión directa (*).</li> <li>f) Controles sobre la liquidación de la inversión directa (*).</li> <li>g) Controles sobre las transacciones de bienes raíces (*).</li> <li>h) Controles sobre las transacciones de capital de particulares (*).</li> </ul>
XI. Disposiciones específicas sobre el sector financiero (*).	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Disposiciones específicas aplicables a bancos comerciales y otras instituciones de crédito. <ul style="list-style-type: none"> <li>1. Límites a las posiciones abiertas en moneda extranjera.</li> </ul> </li> </ul>
XII. Disposiciones específicas aplicadas a inversionistas institucionales (*).	<ul style="list-style-type: none"> <li>a) Compañías de seguros.</li> <li>b) Fondos de pensiones.</li> <li>c) Empresas de inversión y fondos de inversión colectiva.</li> </ul>

(\*). Todas estas categorías son las seleccionadas



## Clasificación de riesgo soberano según *Standard & Poors*

País	Clasif. de riesgo soberano S&P	Grado	País	Clasif. de riesgo soberano S&P	Grado
Argentina	B+	Sin grado de inversión	Korea, Rep.	A	Con grado de inversión
Australia	AAA	Con grado de inversión	Kuwait	A+	Con grado de inversión
Austria	AAA	Con grado de inversión	Latvia	A-	Con grado de inversión
Bahamas, The	A-	Con grado de inversión	Lebanon	B-	Sin grado de inversión
Bahrain	A	Con grado de inversión	Lithuania	A	Con grado de inversión
Barbados	BBB+	Con grado de inversión	Luxembourg	AAA	Con grado de inversión
Belarus	B+	Sin grado de inversión	Macedonia, FYR	BB+	Sin grado de inversión
Belgium	AA+	Con grado de inversión	Madagascar	B	Sin grado de inversión
Belize	B	Sin grado de inversión	Malaysia	A-	Con grado de inversión
Benin	B	Sin grado de inversión	Mali	B	Sin grado de inversión
Bolivia	B-	Sin grado de inversión	Malta	A	Con grado de inversión
Botswana	A	Con grado de inversión	Mexico	BBB	Con grado de inversión
Brazil	BB	Sin grado de inversión	Mongolia	B+	Sin grado de inversión
Burkina Faso	B	Sin grado de inversión	Morocco	BB+	Sin grado de inversión
Cambodia	B+	Sin grado de inversión	Mozambique	B	Sin grado de inversión
Cameroon	B	Sin grado de inversión	Netherlands	AAA	Con grado de inversión
Canada	AAA	Con grado de inversión	New Zealand	AA+	Con grado de inversión
Chile	A	Con grado de inversión	Nigeria	BB-	Sin grado de inversión
China	A	Con grado de inversión	Norway	AAA	Con grado de inversión
Colombia	BB+	Sin grado de inversión	Oman	A	Con grado de inversión
Costa Rica	BB	Sin grado de inversión	Pakistan	B+	Sin grado de inversión
Croatia	BBB	Con grado de inversión	Panama	BB	Sin grado de inversión
Cyprus	A	Con grado de inversión	Papua New Guinea	B+	Sin grado de inversión
Czech Republic	A	Con grado de inversión	Paraguay	B	Sin grado de inversión
Denmark	AAA	Con grado de inversión	Peru	BB+	Sin grado de inversión
Dominican Republic	B+	Sin grado de inversión	Philippines	BB-	Sin grado de inversión
Ecuador	CCC	Sin grado de inversión	Poland	BBB+	Con grado de inversión
Egypt, Arab Rep.	BB+	Sin grado de inversión	Portugal	AA-	Con grado de inversión
El Salvador	BB+	Sin grado de inversión	Qatar	AA-	Con grado de inversión
Estonia	A	Con grado de inversión	Romania	BBB-	Con grado de inversión
Fiji	B	Sin grado de inversión	Russian Federation	BBB+	Con grado de inversión
Finland	AAA	Con grado de inversión	Saudi Arabia	A+	Con grado de inversión
France	AAA	Con grado de inversión	Senegal	B+	Sin grado de inversión
Georgia	B+	Sin grado de inversión	Seychelles	B	Sin grado de inversión
Germany	AAA	Con grado de inversión	Singapore	AAA	Con grado de inversión
Ghana	B+	Sin grado de inversión	Slovak Republic	A	Con grado de inversión
Greece	A	Con grado de inversión	Slovenia	AA	Con grado de inversión
Grenada	B-	Sin grado de inversión	South Africa	BBB+	Con grado de inversión
Guatemala	BB	Sin grado de inversión	Spain	AAA	Con grado de inversión
Hong Kong, China	AA	Con grado de inversión	Sweden	AAA	Con grado de inversión
Hungary	BBB+	Con grado de inversión	Switzerland	AAA	Con grado de inversión
Iceland	A+	Con grado de inversión	Thailand	BBB+	Con grado de inversión
India	BB+	Sin grado de inversión	Trinidad and Tobago	A-	Con grado de inversión
Indonesia	BB-	Sin grado de inversión	Tunisia	BBB	Con grado de inversión
Ireland	AAA	Con grado de inversión	Turkey	BB-	Sin grado de inversión
Israel	A-	Con grado de inversión	Ukraine	BB-	Sin grado de inversión
Italy	A+	Con grado de inversión	United Kingdom	AAA	Con grado de inversión
Jamaica	B	Sin grado de inversión	United States	AAA	Con grado de inversión
Japan	AA-	Con grado de inversión	Uruguay	B+	Sin grado de inversión
Jordan	BB	Sin grado de inversión	Venezuela, RB	BB-	Sin grado de inversión
Kazakhstan	BBB	Con grado de inversión	Vietnam	BB	Sin grado de inversión
Kenya	B+	Sin grado de inversión			

Fuente: Elaboración de los autores en base a *Bloomberg*

## Muestra de países

De Jure 1983 a 1995: Argentina, Australia, Austria, Belgium, Brazil, Canada, Chile, Colombia, South Korea, Denmark, Ecuador, Spain, United States, Philippines, Finland, Francia, Germany, Grecia, Holanda, Hong Kong China, India, Italy, Japan, Luxembourg, Malaysia, Mexico, Norway, Portugal, United Kingdom, Singapore, South Africa, Sweden, Switzerland, Turkey.

De Jure 1996 a 2005: Argentina, Australia, Austria, Bahamas, Bahrain, Barbados, Belarus, Belgium, Belice, Benin, Bolivia, Botswana, Brazil, Burkina Faso, Cambodia, Cameroon, Canada, Chile, China, Colombia, Costa Rica, Croatia, Cyprus, Czech Republic, Denmark, Dominican Republic, Ecuador, Egypt, Arab Rep., El Salvador, Estonia, Fiji, Finland, France, Georgia, Germany, Ghana, Greece, Grenada, Guatemala, Hong Kong, China, Hungary, Iceland, India, Indonesia, Ireland, Israel, Italy, Jamaica, Japan, Jordan, Kazakhstan, Kenya, Korea, Rep. Kuwait, Latvia, Lebanon, Lithuania, Luxembourg, Macedonia, Madagascar, Malaysia, Mali, Malta, Mexico, Mongolia, Morocco, Mozambique, Netherlands, New Zealand, Nigeria, Norway, Oman, Pakistan, Panama, Papua, New Guinea, Paraguay, Peru, Philippines, Poland, Portugal, Qatar, Romania, Russian Federation, Saudi Arabia, Senegal, Seychelles, Singapore, Slovak Republic, Slovenia, South Africa, Spain, Sweden, Switzerland, Thailand, Trinidad and Tobago, Tunisia, Turkey, Ukraine, United Kingdom, United States, Uruguay, Venezuela, Vietnam.

LMF 1983 a 2004: Albania, Algeria, Angola, Argentina, Armenia, Australia, Austria, Azerbaijan, Bahrain, Bangladesh, Belarus, Belgica, Benin, Bolivia, Bosnia y Herzegovina, Botswana, Brazil, Brunei, Darussalam, Burkina Faso, Cambodia, Cameroon, Canada, Chad, Chile, China, Colombia, Congo, Dem. Republic, Congo, Republic, Costa Rica, Côte d'Ivoire, Croatia, Cyprus, Czech Republic, Denmark, Dominican Republic, Ecuador, Egypt, Arab Republic, El Salvador, Equatorial Guinea, Estonia, Etiopía, Fiji, Finland, France, Gabon, Georgia, Germany, Ghana, Greece, Guatemala, Guinea, Haiti, Honduras, Hong Kong, China, Hungary, Iceland, India, Indonesia, Iran, Islamic Republic, Ireland, Israel, Italy, Jamaica, Japan, Jordan, Kazakhstan, Kenya, Korea, Kuwait, Kirguiz, Republic Lao PDR, Latvia, Lebanon, Libya, Lithuania, Luxembourg, Macedonia FYR, Madagascar, Malawi, Malaysia, Mali, Malta, Mauritius, Mexico, Moldova, Morocco, Mozambique, Myanmar, Namibia, Nepal, Netherlands, New Zealand, Nicaragua, Niger, Nigeria, Norway, Oman, Pakistan, Panama, Papua New Guinea, Paraguay, Peru, Philippines, Poland, Portugal, Qatar, Romania, Russian Federation, Rwanda, Saudi Arabia, Senegal, Singapore, Slovak Republic, Slovenia, South Africa, Spain, Sri Lanka, Sudan, Swaziland, Sweden, Switzerland, Syrian Arab Republic, Tajikistan, Tanzania, Thailand, Togo, Trinidad and Tobago, Tunisia, Turkey, Turkmenistán, Uganda, Ukraine, United Arab Emirates, United Kingdom, United States, Uruguay, Uzbekistan, Venezuela, RB, Vietnam, Yemen, Republic, Zambia, Zimbabwe.

*High Income:* Antigua and Barbuda, Aruba, Australia, Austria, Bahamas, Bahrain, Barbados, Belgium, Brunei, Darussalam, Canada, Cyprus, Denmark, Estonia, Finland, France, Germany, Greece, Hong Kong, China, Iceland, Ireland, Israel, Italy, Japan, Korea, Kuwait, Luxembourg, Malta, Netherlands, Netherlands Antilles, New Zealand, Norway, Portugal, Qatar, Saudi Arabia, Singapore, Slovenia, Spain, Sweden, Switzerland, Trinidad and Tobago, United Arab Emirates, United Kingdom, United States.

*Upper middle income:* Argentina, Belize, Botswana, Chile, Costa Rica, Croatia, Czech Republic, Dominica, Equatorial Guinea, Gabon, Grenada, Hungary, Kazakhstan, Latvia, Lebanon, Lithuania, Malaysia, Mauritius, Mexico, Oman, Panama, Poland, Romania, Russian Federation, Seychelles, Slovak Republic, South Africa, St. Kitts and Nevis, St. Lucia, St. Vincent and the Grenadines, Turkey, Uruguay, Venezuela.

*Lower middle income:* Albania, Algeria, Angola, Armenia, Azerbaijan, Belarus, Bhutan, Bolivia, Bosnia and Herzegovina, Brazil, Cameroon, Cape Verde, China, Colombia, Congo, Djibouti, Dominican Republic, Ecuador, Egypt, Arab Rep., El Salvador, Fiji, Georgia, Guatemala, Guyana, Honduras, Indonesia, Iran Islamic Rep., Iraq, Jamaica, Jordan, Kiribati, Lesotho, Macedonia, Maldives, Marshall Islands, Micronesia, Fed. Sts. Moldova, Morocco, Namibia, Nicaragua, Paraguay, Peru, Philippines, Samoa, Sri Lanka, Suriname, Swaziland, Syrian Arab, Republic Thailand, Tonga, Tunisia, Turkmenistan, Ukraine, Vanuatu.

*Low income :* Afghanistan, Bangladesh, Benin, Burkina Faso, Burundi, Cambodia, Central African, Republic Chad, Comoros, Congo, Dem. Rep. Côte d'Ivoire, Eritrea, Ethiopia, Gambia, Ghana, Guinea, Guinea-Bissau, Haiti, India, Kenya, Kyrgyz, Lao, Liberia, Madagascar, Malawi, Mali, Mauritania, Mongolia, Mozambique, Myanmar, Nepal, Niger, Nigeria, Pakistan, Papua, New Guinea, Rwanda, Senegal, Sierra Leone, Solomon Islands, Somalia, Sudan, Tajikistan, Tanzania, Togo, Uganda, Uzbekistan, Vietnam, Yemen, Rep. Zambia, Zimbabwe.

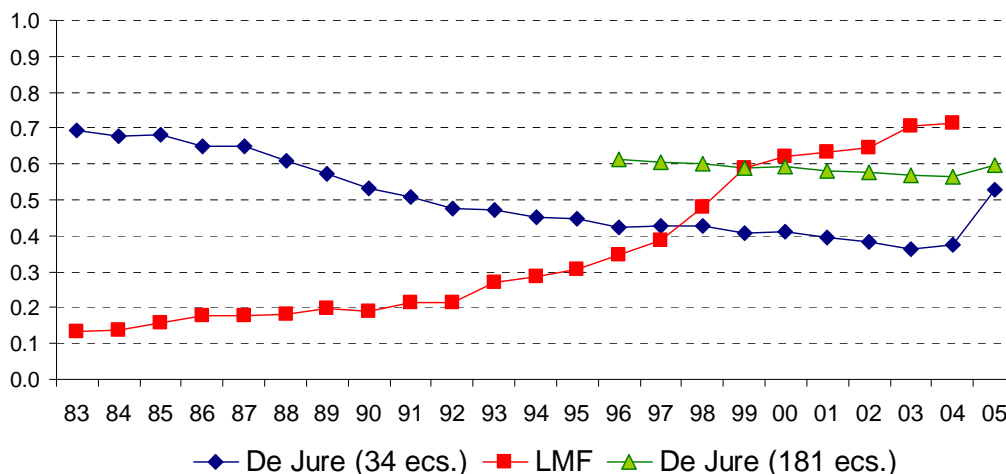
## REFERENCIAS

- Ahumada, L.A., F. Alarcón, J. Selaive y J.M. Villena (2006), “Desarrollo del Mercado de Derivados Cambiarios en Chile”, *Informe de Estabilidad Financiera*, Banco Central de Chile, 1er semestre.
- Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. Varios números. FMI, disponibles en <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=19313>.
- Bank for International Settlements (2004). “Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange and Derivatives Market Activity”. Varios números.
- Banco Central de Chile, Boletín Mensual (Mayo 2007)
- \_\_\_\_\_, Ley Orgánica Constitucional
- \_\_\_\_\_, Memoria Anual (1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004 y 2005)
- Brune, N., G. Garrett, A. Guisinger y J. Sorens (2001) “The Political Economy of Capital Account Liberalization.” Disponible en: [www.international.ucla.edu/profile/ggarrett/article.asp?parentid=3683](http://www.international.ucla.edu/profile/ggarrett/article.asp?parentid=3683).
- Cheung, Y. W., Chinn, M. D., y Fujii, E. (2003). “Chinese economies in global context: the integration process and its determinants,” *Journal of the Japanese and International Economies*, por aparecer.
- Chinn, M. y H. Ito (2007) “A New Measure of Financial Openness” Manuscript.
- De Gregorio, J. (1998) “Financial integration, financial development and economic growth,” Chile: Departamento de Ingeniería Industrial, Universidad de Chile,
- De Gregorio, J., S. Edwards y R. Valdés (2000) “Controls on Capital Inflows: Do They Work?”, *Journal of Development Economics* 63 (1): 59-83
- Edison, Hali J. y F. E. Warnock (2001) “A simple measure of the intensity of capital controls,” *International Finance Discussion Paper #708* (Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System, September).
- Edwards, S. (2001) “Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?” *NBER Working Paper* Nro. 8076.
- Gallegos, F., L. Hernández y K. Schmidt-Hebbel (2002), “Capital Controls in Chile: Were They Effective?” Preparado para la Conferencia Anual “*Banking, Financial Integration, and International Crisis*”, editado por Hernández y Schmidt-Hebbel.

- Johnston, B. y N. Tamirisa (1998) “Why Do Countries Use Capital Controls?” IMF Working Paper 98/181 (Washington: International Monetary Fund).
- Kose, M. A., E. Prasad, K. Rogoff, y S. J. Wei, 2006, “Financial Globalization: A Reappraisal,” IMF Working Paper, WP/06/189.
- Lane, P. y G.M. Milesi-Ferretti (2001) “The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries,” *Journal of International Economics*, Vol. 55(2):263–94.
- \_\_\_\_\_ (2006) “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities: 1970-2004” IMF WP/06/69.
- Larraín, F., R. Labán, y R. Chumacero (2000). “What Determines Capital Inflows? An Empirical Análisis for Chile.” En *Capital Flows, Capital Controls, and Currency Crises: Latin America in the 1990s*, editado por F. Larraín. Ann Arbor: Michigan University Press.
- Le Fort, G. y S. Lehmann (2003), “El encaje y la entrada neta de capitales: Chile en el decenio de 1990”, *Revista CEPAL* N°81: 33-64.
- Miniane, J. (2004) “A New Set of Measures on Capital Account Restrictions” IMF Staff Paper, Vol. 51(2).
- Quinn, D. (1997) “The Correlates of Change in International Financial Regulation,” *American Political Science Review* 91(3): 531-551.
- \_\_\_\_\_ (2003) “Capital Account Liberalization and Financial Globalization, 1890 – 1999: A Synoptic View,” *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 8, No. 3, p. 189-204.
- Rossi, M. (1999) “Financial Fragility and Economic Performance in Developing Economies—Do Capital Controls, Prudential Regulation, and Supervision Matter?” IMF Working Paper 99/66 (Washington: International Monetary Fund).

## ANEXO

**Figura 1**  
**Restricciones a los Flujos Financieros: *De Jure* y *De Facto* /<sup>a</sup>**

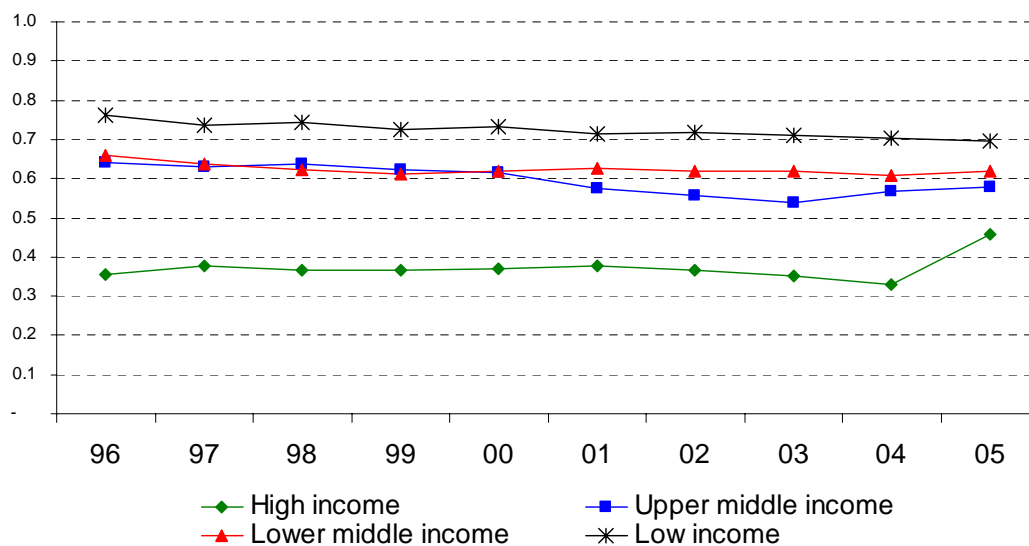


Notas:

- a. LMF hace referencia a un índice de apertura financiera construido con las estadísticas de stocks de activos y pasivos externos tomando los datos de Lane y Milesi-Ferretti (2006). No se incluye Luxemburgo.

Fuente: Elaboración de los autores en base a información del FMI y Banco Mundial.

**Figura 2**  
**Restricciones a los Flujos Financieros por nivel de ingreso de las economías /<sup>a</sup>**

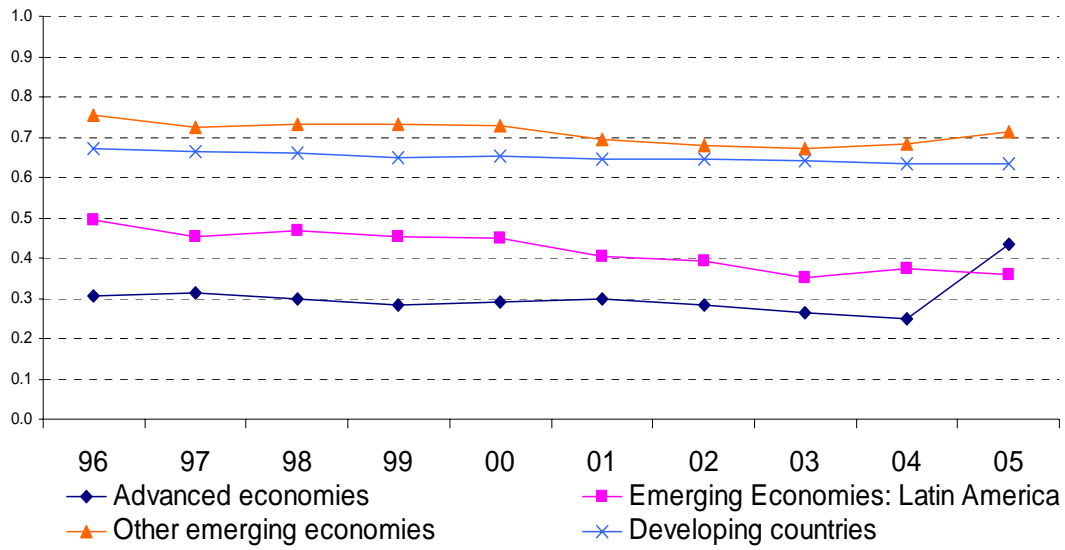


Notas:

- a. Se considera la Clasificación del Banco Mundial vigente el 2005.

Fuente: Elaboración de los autores en base a información del FMI y Banco Mundial.

**Figura 3**  
**Restricciones a los flujos financieros por nivel de desarrollo de las economías /<sup>a</sup>**

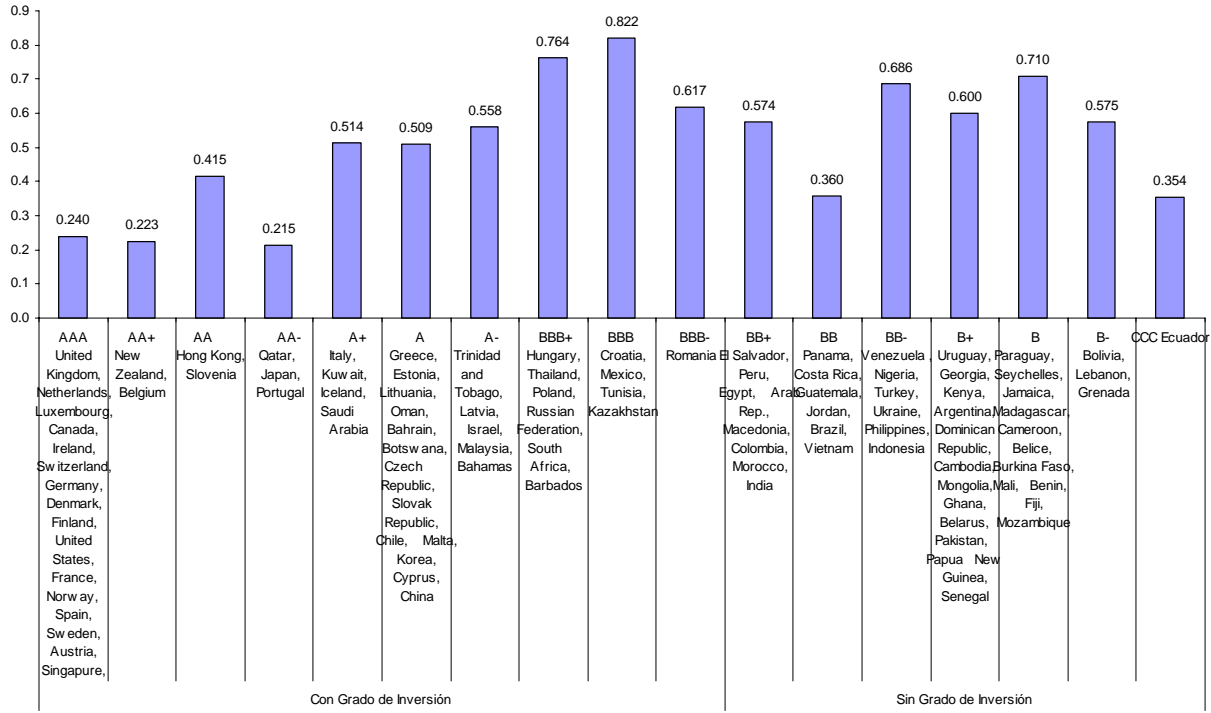


Notas:

a. Se considera la Clasificación del FMI vigente el 2001.

Fuente: Elaboración de los autores en base a información del FMI.

**Figura 4**  
**Restricciones a los Flujos Financieros y Clasificación de Riesgo Soberano: Promedio**  
**1996 a 2005 <sup>a</sup>**

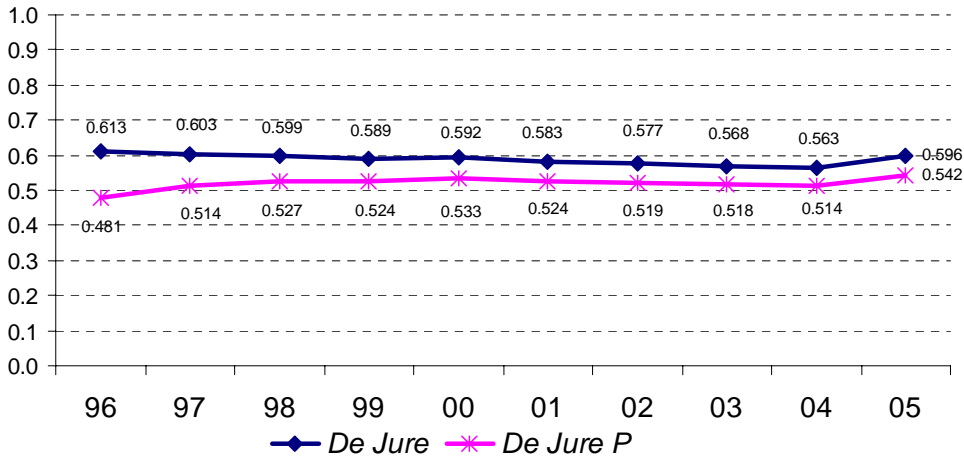


Notas:

a. Clasificación de riesgo a agosto 2007. Índices de restricciones promedio 1996-2005. Se dispuso de clasificaciones para 103 economías.

Fuente: Elaboración de los autores en base a información del FMI y *Standard&Poor*

**Figura 5**  
**Índices De Jure <sup>P</sup> y De Jure <sup>a</sup>**



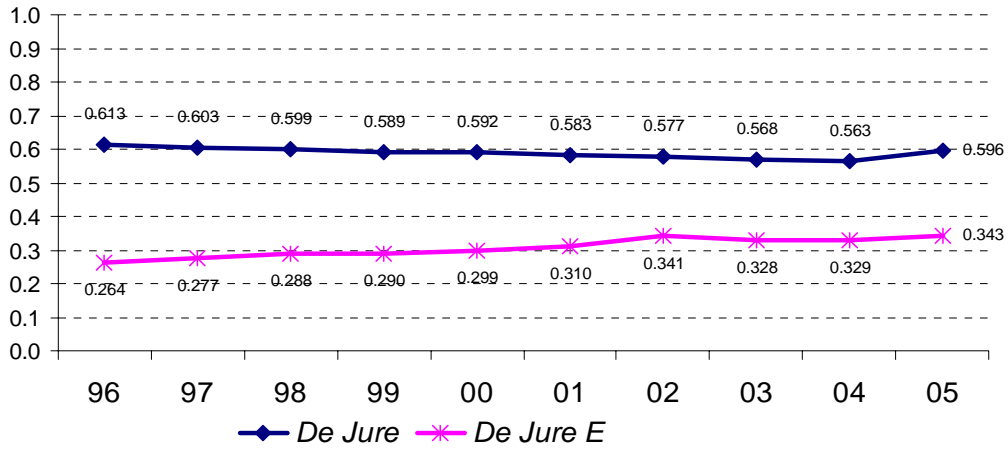
Notas:

a. *De Jure P* hace referencia al índice *de jure* excluyendo la regulación considerada prudencial.

Fuente: Elaboración de los autores en base al FMI



**Figura 6**  
**Restricciones a los Flujos Financieros: *De Jure*<sup>E</sup> y *De Jure* / <sup>a</sup>**

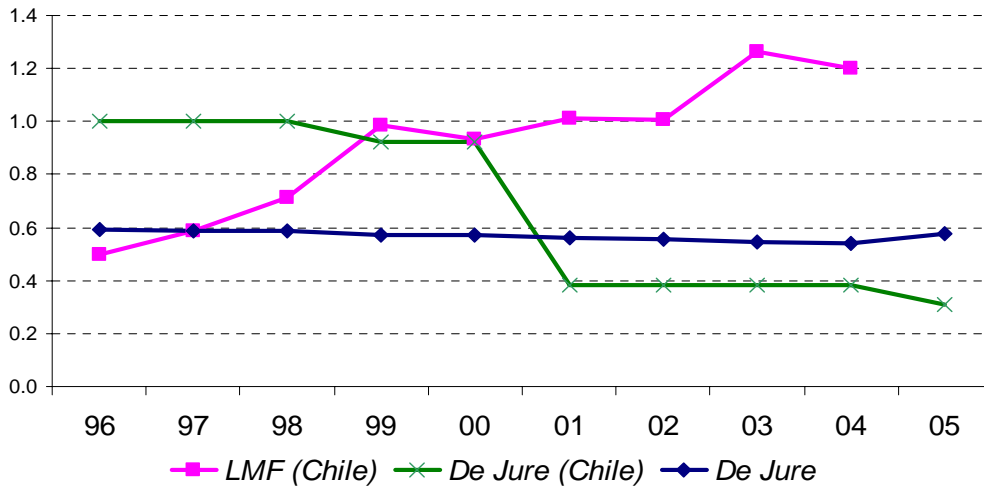


Notas:

a. *De Jure*<sup>E</sup> hace referencia al índice de jure controlando por la efectividad en la aplicación de la normativa (“enforcement”). Muestra total de 131 economías.

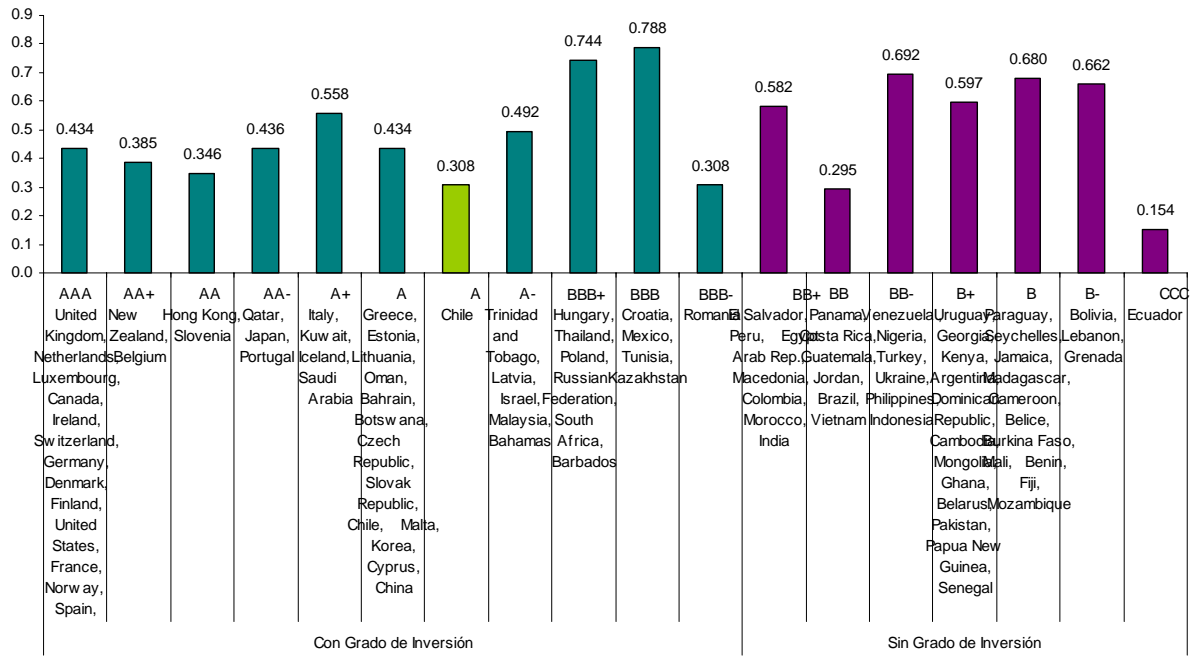
Fuente: Elaboración de los autores en base al FMI

**Figura 7**  
**Chile frente al resto del mundo: *De Jure* y *De Facto* / <sup>a</sup>**



Fuente: Elaboración de los autores en base al FMI y Lane y Milesi-Ferretti (2006).

**Figura 8**  
**Restricciones a los Flujos Financieros y Clasificación de Riesgo Soberano: Año 2005 /<sup>a</sup>**



Notas:

a. Clasificación de riesgo a Agosto 2007. Índice de restricciones del 2005. Se dispuso de clasificaciones para 103 economías

Fuente: Elaboración de los autores en base a información del FMI y *Standard&Poor*

**Cuadro 1**  
**Restricciones a los Flujos Financieros: Chile y el Resto del Mundo**

Año	Chile	Ranking Chile	Menor índice	Mayor Índice	Promedio del Año
1983	1	12/12	0,077	1	0,695
1999	0,923	12/12	0	1	0,589
2001	0,385	5/12	0	1	0,583
2005	0,308	4/11	0	1	0,596

Fuente: Elaboración de los autores en base a información del FMI

**Cuadro 2**  
**Restricciones a los Flujos Financieros en Chile: Descripción por Categoría /<sup>a</sup>**

<b>Categoría</b>	<b>1983 - 98</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Valores del Mercado de Capitales	1	1	1	1	1	1	1	1	0
Instrumentos del Mercado Monetario	1	1	1	0	0	0	0	0	0
Valores de Inversión Colectiva	1	1	1	0	0	0	0	0	0
Derivados Financieros y Otros Instrumentos	1	1	1	1	1	1	1	0	0
Créditos Comerciales	1	1	1	0	0	0	0	0	0
Créditos Financieros	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Garantías, Avales y Servicios de Respaldo Financiero	1	1	1	0	0	0	0	0	0
Inversión Directa	1	1	1	0	0	0	0	0	0
Remesa de Utilidades o Liquidación de Inversión Directa	1	1	1	0	0	0	0	0	0
Transacciones de Bienes Raíces	1	1	1	0	0	0	0	0	0
Disposiciones Específicas aplicables a Bancos Comerciales y Otras Instituciones Crediticias	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Disposiciones Específicas aplicables a Inversionistas Institucionales	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Tipos de Cambio Múltiples	1	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Índice De Jure</b>	<b>1</b>	<b>0,923</b>	<b>0,923</b>	<b>0,385</b>	<b>0,385</b>	<b>0,385</b>	<b>0,385</b>	<b>0,308</b>	<b>0,231</b>
<b>Cantidad Restricciones</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>3</b>
<b>Variación 1998-2005</b>					<b>-0,692</b>				

Notas:

- a. El 2006 corresponde a la información proporcionada por Chile al FMI. No se dispone a la fecha de la elaboración de este documento de estadísticas para el resto de las economías para ese año.

Fuente: Elaboración de los autores en base a información del FMI

**Documentos de Trabajo  
Banco Central de Chile**

**Working Papers  
Central Bank of Chile**

NÚMEROS ANTERIORES

PAST ISSUES

La serie de Documentos de Trabajo en versión PDF puede obtenerse gratis en la dirección electrónica: [www.bcentral.cl/esp/estpub/estudios/dtbc](http://www.bcentral.cl/esp/estpub/estudios/dtbc). Existe la posibilidad de solicitar una copia impresa con un costo de \$500 si es dentro de Chile y US\$12 si es para fuera de Chile. Las solicitudes se pueden hacer por fax: (56-2) 6702231 o a través de correo electrónico: [bcch@bcentral.cl](mailto:bcch@bcentral.cl).

Working Papers in PDF format can be downloaded free of charge from: [www.bcentral.cl/eng/stdpub/studies/workingpaper](http://www.bcentral.cl/eng/stdpub/studies/workingpaper). Printed versions can be ordered individually for US\$12 per copy (for orders inside Chile the charge is Ch\$500.) Orders can be placed by fax: (56-2) 6702231 or e-mail: [bcch@bcentral.cl](mailto:bcch@bcentral.cl).

- |  |                |
|--|----------------|
| DTBC-460<br><b>External Imbalances, Valuation Adjustments and Real Exchange Rate: Evidence of Predictability in an Emerging Economy</b><br>Pablo Pincheira y Jorge Selaive | Marzo 2008     |
| DTBC-459<br><b>Combining Tests of Predictive Ability Theory and Evidence for Chilean and Canadian Exchange Rates</b><br>Pablo Pincheira                                    | Febrero 2008   |
| DTBC-458<br><b>Copper Price, Fiscal Policy and Business Cycle in Chile</b><br>Juan Pablo Medina y Claudio Soto   | Diciembre 2007 |
| DTBC-457<br><b>The Chilean Business Cycles Through the Lens of a Stochastic General Equilibrium Model</b><br>Juan Pablo Medina y Claudio Soto                              | Diciembre 2007 |
| DTBC-456<br><b>Is Ownership Structure a Determinant of Bank Efficiency?</b><br>Rodrigo Fuentes y Marcos Vergara  | Diciembre 2007 |
| DTBC-455<br><b>Estimating the Output Gap for Chile</b><br>Rodrigo Fuentes, Fabián Gredig y Mauricio Larraín  | Diciembre 2007 |
| DTBC-454<br><b>Un Nuevo Marco Para la Elaboración de los Programas de Impresión y Acuñación</b><br>Rómulo Chumacero, Claudio Pardo y David Valdés                          | Diciembre 2007 |

DTBC-453	Diciembre 2007
<b>Development Paths and Dynamic Comparative Advantages: When Leamer Met Solow</b>	
Rodrigo Fuentes y Verónica Mies	
DTBC-452	Diciembre 2007
<b>Experiences With Current Account Deficits in Southeast Asia</b>	
Ramon Moreno	
DTBC-451	Diciembre 2007
<b>Asymmetric Monetary Policy Rules and the Achievement of the Inflation Target: The Case of Chile</b>	
Fabián Gredig	
DTBC-450	Diciembre 2007
<b>Current Account Deficits: The Australian Debate</b>	
Rochelle Belkar, Lynne Cockerell y Christopher Kent	
DTBC-449	Diciembre 2007
<b>International Reserves Management and the Current Account</b>	
Joshua Aizenman	
DTBC-448	Diciembre 2007
<b>Estimating the Chilean Natural Rate of Interest</b>	
Rodrigo Fuentes y Fabián Gredig	
DTBC-447	Diciembre 2007
<b>Valuation Effects and External Adjustment: A Review</b>	
Pierre-Oliver Gourinchas	
DTBC-446	Diciembre 2007
<b>What drives the Current Account in Commodity Exporting Countries? The cases of Chile and New Zealand</b>	
Juan Pablo Medina, Anella Munro y Claudio Soto	
DTBC-445	Diciembre 2007
<b>The Role of Interest Rates and Productivity Shocks in Emerging Market Fluctuations</b>	
Mark Aguiar y Guita Gopinath	