

DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA

BANCO CENTRAL DE CHILE



Análisis del Balance Financiero Externo de Chile

Esteban Jadresic
Sergio Lehman
Álvaro Rojas
Jorge Selaive
Alberto Naudon

N.º 7- Septiembre 2003

ECONOMIC POLICY PAPERS

CENTRAL BANK OF CHILE



BANCO CENTRAL DE CHILE

CENTRAL BANK OF CHILE

La Serie de Documentos de Política Económica, del Banco Central de Chile, divulga el pensamiento de las autoridades de la institución sobre la economía chilena y la conducción de la política monetaria. Esta Serie es una instancia de difusión y discusión de tópicos relevantes para los objetivos y el accionar del Banco Central, dirigida a un público más amplio que el de los especialistas.

The Series of Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile presents views and analyses of the Chilean economy and the conduct of monetary policy prepared by Bank authorities. This series, aimed at the general public, disseminates and discusses topics that are relevant to the goals and operations of the Central Bank.

Documentos de Política Económica del Banco Central de Chile
Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile
ISSN 0717 - 7151

Huérfanos 1175, primer piso.
Teléfono: (56-2) 6702475; Fax: (56-2) 6702231

ANÁLISIS DEL BALANCE FINANCIERO EXTERNO DE CHILE**†

*Esteban Jadresic, Sergio Lehmann, Álvaro Rojas, Jorge Selaive y Alberto Naudon
Banco Central de Chile*

I. Introducción

El objetivo de este documento es examinar el nivel y la evolución de los activos y pasivos externos de Chile. Se utiliza para ello la nueva información disponible de la Posición de Inversión Internacional (PII) de Chile, la cual presenta el balance de las tenencias de activos y pasivos financieros entre los agentes económicos residentes y no residentes en el país. El Banco Central de Chile (BCCH) publica esta información desde 2002, cumpliendo el compromiso establecido en las Normas Especiales de Divulgación de Datos (NEDD)¹ del Fondo Monetario Internacional, el cual Chile adscribió desde su creación, en mayo de 1996.

La información de la posición de inversión internacional de Chile muestra que la economía nacional ha experimentado un importante proceso de integración financiera con el resto del mundo. Los activos y pasivos externos del país han aumentado considerablemente desde la década pasada, llegando en 2002 a más de US\$57 y US\$83 mil millones respectivamente, con una posición de inversión internacional neta estable. Este proceso de integración financiera es consistente con la estrategia de apertura financiera y al comercio exterior que ha adoptado el país, así como con el importante desarrollo de su sistema financiero y de los fundamentos de la economía nacional.²

El documento se estructura de la siguiente manera. La Sección II describe la PII de Chile en el año 2002 y presenta una comparación a nivel internacional. En la Sección III se examina la evolución de los distintos componentes de la PII del país, separados por activos y

(*) Se agradecen los comentarios de César Calderón, Teresa Cornejo y de los participantes en el Seminario Interno del Banco Central donde se presentó una versión preliminar de este trabajo. Los errores que persisten son de nuestra exclusiva responsabilidad.

(†) Los Anexos 1 y 2, que presenta la metodología y nuevas series estadísticas de Posición de Inversión Internacional y Deuda Externa de Chile, fueron preparados por los Departamentos de Balanza de Pagos y Estadísticas Externas del Banco Central de Chile, siguiendo las pautas establecidas por el Fondo Monetario Internacional.

(1) Las NEDD son una iniciativa del Fondo Monetario Internacional, que busca guiar a los países miembros en la provisión de estadísticas económicas y financieras al público, con el objetivo de contribuir al mejor funcionamiento de los mercados financieros. A junio de 2003, 53 países estaban adscritos a las NEDD.

(2) Las cifras de la PII por sectores y conceptos se encuentran en el Anexo 1, y también están disponibles en el sitio web del Banco Central de Chile, www.bcentral.cl/esp/infoeconomica/seriesindicadores/series04.html.

pasivos externos. Con el objeto de evaluar la capacidad de la economía para satisfacer sus obligaciones de pago, la Sección IV presenta indicadores de liquidez y solvencia externa de la economía chilena, incluyendo comparaciones a nivel internacional. Finalmente, la Sección V presenta las conclusiones.

II. Posición inversión internacional: Comparación internacional

II.1 Posición de inversión internacional en 2002

La tabla II.1 muestra la PII de Chile en 2002. Ésta refleja el balance de las tenencias de activos y pasivos financieros de la economía frente al exterior, definidos de acuerdo residencia. Los activos y los pasivos se desglosan por categorías funcionales (inversión directa, inversión de cartera, instrumentos financieros derivados, otra inversión y activos de reserva), subdivididos al interior de ellas de acuerdo a tipos de instrumentos y, en algunos casos, sectores (autoridades monetarias, gobierno general, bancos y otros) y plazos (corto y largo). La valoración de los stocks está contemplada a precios de mercado, lo que permite conocer la situación real a una fecha determinada.³

Tabla II.1
Posición de Inversión Internacional 2002
(Millones de dólares)

Por sector		Por concepto	
Activos	55.490	Activos	55.490
Autoridades monetarias	15.351	Inversión directa en el extranjero	12.389
Sector público	542	Inversión de cartera	12.988
Bancos	1.823	Otra inversión	14.762
Sector privado	37.774	Créditos comerciales	7.953
Instituciones	6.736	Préstamos	720
Empresas y personas	31.398	Monedas y depósitos	6.090
		Reservas	15.351
Pasivos	83.471	Pasivos	83.471
Autoridades monetarias	13	Inversión directa en Chile	43.861
Sector público	7.512	Inversión de cartera	11.079
Bancos	4.382	Otra inversión	28.531
Sector privado	71.564	Créditos comerciales	5.477
		Préstamos	22.988
		Monedas y depósitos	55
		Otros pasivos	11
Posición neta	- 27.981		

Fuente: Banco Central de Chile, División de Estudios.

(3) En el Anexo 2 se definen los principales conceptos y se describen las principales fuentes de información de la PII.

La PII neta de la economía chilena en 2002 fue negativa en aproximadamente US\$ 28 mil millones (Tabla II.1), reflejando que los activos en el exterior son menores que los pasivos con el exterior. La mayor parte de los activos externos pertenecen a agentes privados, que muestran una posición bien diversificada. La Inversión Directa en el exterior y la Inversión de Cartera se sitúan en valores en torno a US\$ 13 mil millones, mientras que los Créditos Comerciales representan aproximadamente US\$ 8 mil millones. Los pasivos externos también se concentran en agentes privados no bancarios, alcanzando valores en torno a US\$ 72 mil millones, algo más alto que el Producto Interno Bruto (PIB). Desagregando por concepto, se tiene que más de la mitad se asocia a Inversión Directa.

II.2 Comparación internacional⁴

Los gráficos II.1 a II.5 presentan comparaciones de la PII de Chile con promedios de la PII de grupos de países para los cuales existen datos comparables, escalando la PII de cada economía por su nivel de PIB. Por mayor disponibilidad de datos, se examina la situación que existía el año 2001. Como referentes de interés, se consideran los promedios correspondientes a las economías emergentes en general, las economías emergentes de clasificación de riesgo comparable al de Chile y las economías de América Latina. También se considera los promedios para las economías avanzadas, tanto incluyendo como excluyendo a las economías del grupo G7, al cual pertenecen las de mayor tamaño.⁵

El gráfico II.1 muestra que la PII neta de Chile se ubica a un nivel levemente por encima del promedio de las economías emergentes y levemente por debajo del promedio de las economías avanzadas excluyendo a las del G7. Por otra parte, mientras el promedio de los países de América Latina muestra una PII neta bastante más negativa, las economías avanzadas presentan, en promedio y cuando se incluye también a las economías de mayor tamaño, posiciones netas algo más cercanas a cero.⁶

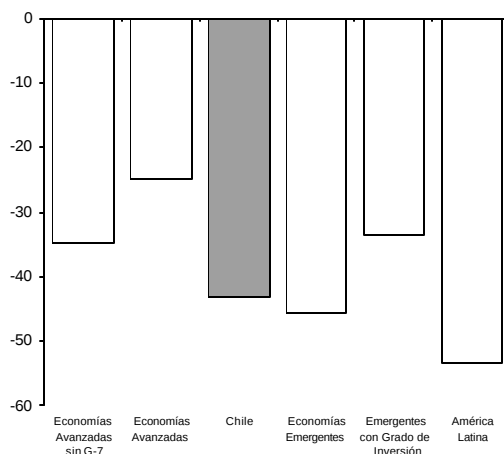
En cuanto a los niveles de activos y pasivos externos, Chile se encuentra en una situación intermedia entre las economías emergentes y las economías avanzadas (Gráficos II.2 y II.3). Dado que esto se verifica tanto para los activos como los pasivos externos, la integración financiera de la economía nacional al resto del mundo—medido como la suma de activos y pasivos externos sobre el PIB—también se encuentra a un nivel intermedio. En particular, se ubica muy por encima del promedio de las economías emergentes, pero por debajo del promedio de las economías avanzadas (Gráfico II.4).

(4) Todas las comparaciones internacionales se realizan sobre promedios simples de las cifras obtenidas para las economías consideradas, sobre la base de las cifras publicadas en el *Balance of Payment Statistics* - CD-ROM del Fondo Monetario Internacional. En un esfuerzo independiente de estimación, Lane y Milesi-Ferretti (2001) obtuvieron estimaciones anuales para 1973 a 1998 para un amplio conjunto de economías. Las cifras para Chile resultan muy similares para los años 1997 y 1998.

(5) Las economías consideradas y el criterio de clasificación utilizado se presentan en el Anexo 3.

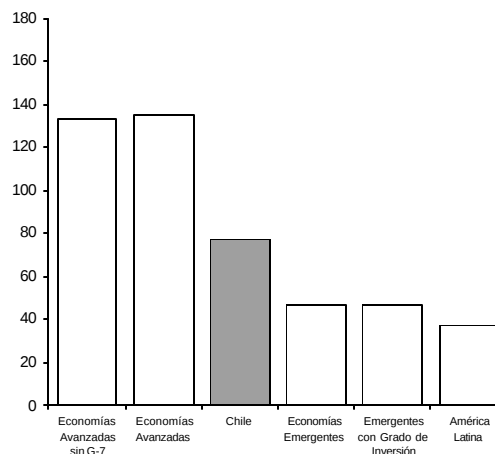
(6) La PII agregada para todos los países debiese sumar cero. Sin embargo, las razones de PII sobre PIB resultan negativas para todos los grupos de economías considerados, ya que (1) los datos son promedios simples (no ponderados) de las series normalizadas respecto al PIB, de manera que países grandes que tienen posiciones positivas o levemente negativas pesan lo mismo que los países más pequeños con posiciones negativas, (2) la exclusión de los países árabes que no reportan la PII, y (3) errores y ajustes propios de la estimación de las cifras.

Gráfico II.1
PII Neta: Comparación Internacional - 2001
(porcentaje del PIB)



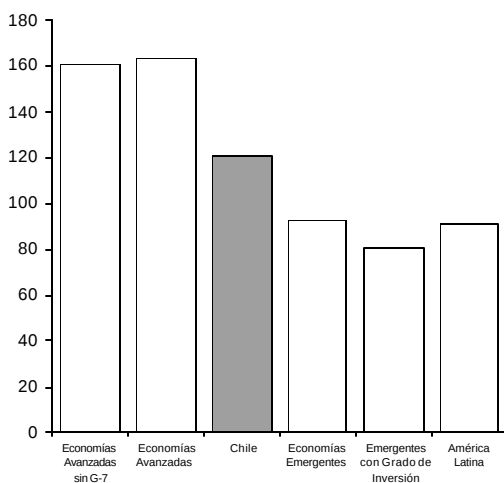
Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Gráfico II.2
Activos Externos: Comp. Internacional
(porcentaje del PIB)



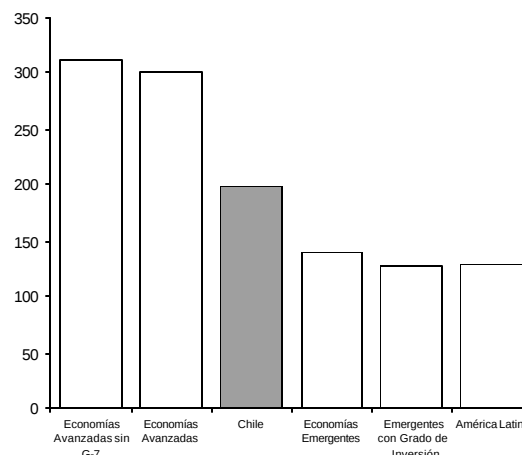
Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Gráfico II.3
Pasivos Externos: Comp. Internacional
(porcentaje del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

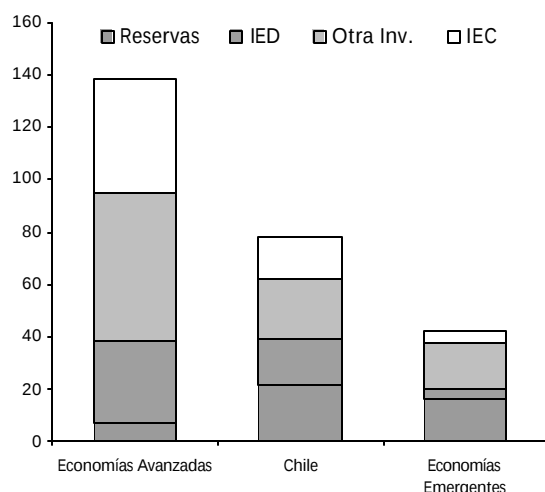
Gráfico II.4
Índice de Integración Financiera - 2001
(porcentaje del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

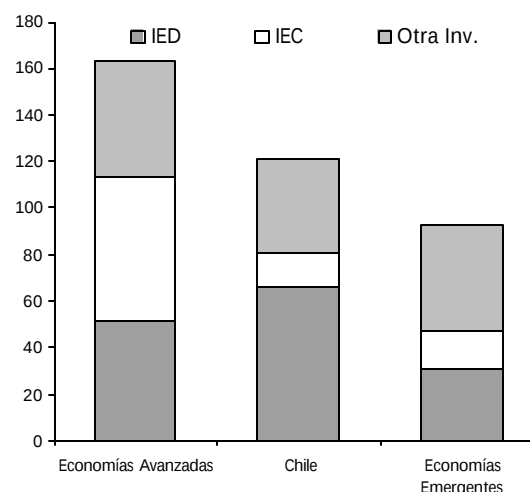
Cuando se examina el tipo de activos externos de Chile, se destaca que su composición es más homogénea que en el caso del promedio de las economías emergentes (Gráfico II.5). Por el lado de los pasivos, en tanto, la participación de la inversión extranjera directa en el total de pasivos externos es mayor en el caso de Chile, tanto en comparación con las economías emergentes como avanzadas (Gráfico II.6). Los pasivos por inversión de cartera, sin embargo, se ubican por debajo de la participación promedio del resto de las economías de la muestra.

Gráfico II.5
Activos Desagregados: Comp. Internacional
(porcentaje del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Gráfico II.6
Pasivos Desagregados: Comp. Internacional
(porcentaje del PIB)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Finalmente, la tabla II.2 presenta un breve resumen de los principales indicadores comparados de la PII. Dentro del índice de integración financiera destaca que sólo 3 economías presentan activos sobre PIB mayores al de Chile en el conjunto de economías emergentes, y 16 en el total de países considerados en la muestra. Una situación muy similar se observa al desglosar por concepto, donde al comparar la inversión extranjera directa y de cartera como porcentaje del PIB, Chile es superado sólo por una economía emergente, y se encuentra siempre en el 50% superior de la muestra para el total de países.

Tabla II.2
Comparación Internacional PII - 2001

	Chile	Economías Emergentes				Economías Avanzadas				Todos los Países		
	Media	Obs.	Obs. >		Media	Obs.	Obs. >		Media	Obs.	Obs. >	
			Chile				Chile				Chile	
Índice de Integración Financiera	1.98	1.37	21	1	3.02	20	12		2.17	41	13	
PII Neta / PIB	-0.41	-0.46	21	12	-0.25	20	15		-0.35	41	27	
Activos / PIB	0.79	0.46	21	3	1.35	20	13		0.89	41	16	
Pasivos / PIB	1.19	0.91	21	4	1.63	20	14		1.26	41	18	
<i>Activos sobre el PIB</i>												
IED / PIB	0.19	0.04	19	1	0.31	20	12		0.18	39	13	
Reservas / PIB	0.21	0.16	21	6	0.07	20	1		0.11	41	7	
IEC / PIB	0.16	0.05	20	1	0.44	20	17		0.24	40	18	
Otra Inversión/PIB	0.23	0.18	21	5	0.57	20	15		0.37	41	20	
<i>Pasivos sobre PIB</i>												
IED/PIB	0.65	0.29	20	1	0.51	20	2		0.40	40	3	
IEC/PIB	0.15	0.17	20	10	0.62	20	19		0.39	40	29	
Otra Inversión/PIB	0.39	0.46	20	9	0.50	20	14		0.48	40	23	

Fuentes: Fondo Monetario Internacional.

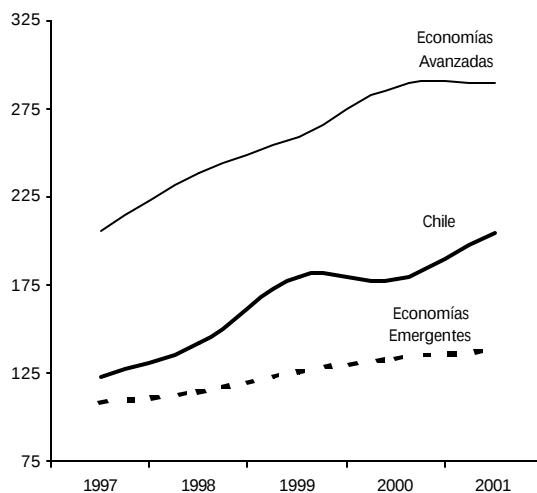
III. Evolución de la posición de inversión internacional en el período 1997-2002

La situación financiera externa que actualmente muestra la economía chilena ha sido consecuencia de un proceso desarrollado a través del tiempo, el que se examina a continuación. Se utiliza para ello los antecedentes disponibles sobre la PII, los cuales corresponden al período 1997-2002. Estos antecedentes indican que durante ese período se verificó un importante proceso de integración financiera.

III.1 Integración financiera internacional

Como muestra el Gráfico III.1, la integración financiera de la economía nacional ha aumentado en forma importante desde 1997. El indicador correspondiente se ha separado gradualmente del promedio de las economías emergentes, en la dirección del promedio observado en las economías avanzadas. Este fenómeno guarda consonancia con el proceso de apertura de la cuenta de capitales y el comercio exterior y el desarrollo exhibido por el sector financiero chileno y los fundamentos de la economía chilena. En efecto, trabajos de investigación previos en el tema encuentran que la integración financiera internacional de los países está en gran parte explicada por el grado de apertura al comercio internacional, el crecimiento económico, el déficit fiscal y la profundidad del sistema financiero de los países.⁷ En el recuadro 1 se revisan los beneficios y costos de este proceso de integración financiera.

Gráfico III.1
Índice de Integración Financiera: Comparación Internacional
(Activos+Pasivos)/PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

(7) Ver Lane (2000) y Lane y Milesi-Ferretti (2001) entre otros.

Recuadro 1: Integración financiera

Para una economía en desarrollo, integrarse financieramente al resto del mundo le permite acceder a importantes beneficios. Uno de los principales es permitir el financiamiento de una mayor inversión en el país mediante ahorro externo y menores costos de capital. La evidencia internacional apunta a que la integración financiera facilita el financiamiento de proyectos rentables que de otra forma no podrían ejecutarse. Un segundo beneficio es que la integración financiera provee acceso a oportunidades de inversión en el exterior, ampliando el potencial de rentabilidades y posibilitando una mejor diversificación de los riesgos asociados a las inversiones. En tercer lugar, la integración financiera permite una provisión de servicios financieros más completa, ayuda a la transferencia tecnológica y contribuye a mejorar el acceso a mercados en el exterior. Asimismo, ayuda a una mayor competencia y desarrollo del sistema financiero doméstico⁸. A través de este tipo de mecanismos, la integración financiera contribuye a aumentar el crecimiento y reducir su volatilidad, así como ayudar a generar perfiles de consumo más estables en el tiempo.

La integración financiera, sin embargo, también puede traer costos asociados cuando una economía no está adecuadamente preparada. Así lo han mostrado las frecuentes crisis financieras en economías en proceso de integrarse financieramente, incluyendo en la última década a México en 1994, Tailandia, Corea, Malasia e Indonesia en 1997, Rusia y Brasil en 1998 y Argentina y Turquía en 2001. En varios de estos casos, las inconsistencias o distorsiones internas, como son los tipos de cambios fijos insostenibles, la toma excesiva de riesgos en el sector financiero y/o el endeudamiento excesivo del sector público, fueron amplificadas por la movilidad de capitales.⁹

Un proceso de integración financiera prudente debe buscar desarrollar mecanismos para absorber los shocks internos y externos de la mejor forma, limitando los riesgos y permitir así aprovechar al máximo los beneficios de la integración. Teniendo en mente la necesidad de contar con un marco previo para avanzar hacia una mayor integración financiera, Chile optó durante los años noventa por un proceso gradual de apertura de la cuenta de capitales. Ese proceso se completó el año 2001, una vez cumplidos los requisitos considerados necesarios, incluyendo entre otros la consolidación a través del tiempo de la estabilidad de precios, una política monetaria creíble y flexible basada en metas de inflación y flotación cambiaria, cuentas fiscales sanas, un sistema financiero robusto y eficiente, un creciente desarrollo de los mercados de cobertura de riesgo cambiario y un prudente nivel de reservas internacionales.

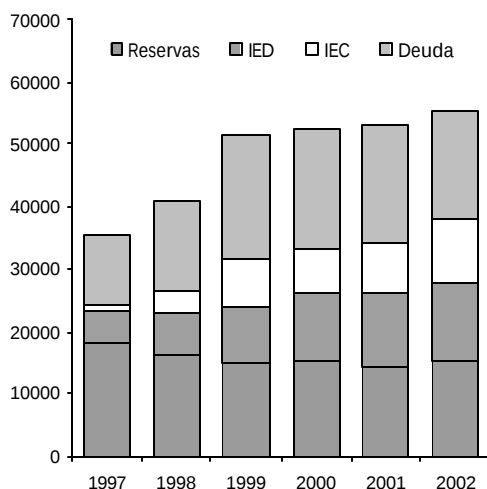
(8) Este punto ha sido enfatizado por De Gregorio (1999), que encuentra un efecto positivo de la integración financiera sobre la profundización de los mercados financieros domésticos, lo que a su vez incide en un mayor crecimiento de la economía.

(9) Por este tipo de experiencias, hay evidencia que en economías que todavía no están plenamente integradas financieramente, la globalización financiera ha tendido a aumentar la volatilidad del consumo. De este modo, los estudios empíricos a nivel internacional no entregan evidencia concluyente que la globalización financiera haya contribuido al crecimiento. Ver Prasad, Rogoff, Wei y Ayhan Rose (2003).

III.2 Evolución de los activos externos

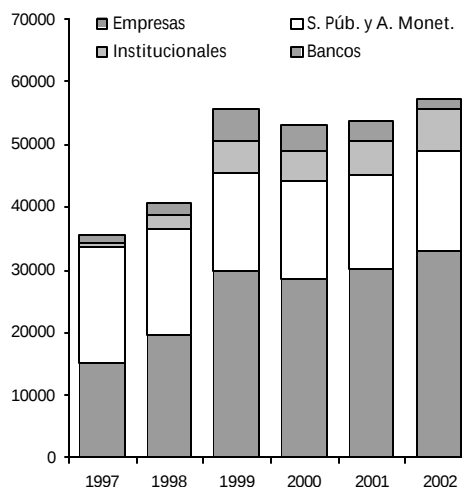
Los activos externos de Chile han crecido sostenidamente en los últimos seis años (Gráfico III.2). Al examinar la evolución de esos activos por agente (Gráfico III.3), destaca la dinámica que ha exhibido el sector privado, que hoy día representa casi el 70% del total de activos en el exterior, frente a 40% en 1997.

Gráfico III.2
Activos Externos
(Millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.3
Activos Externos por Agente
(Millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

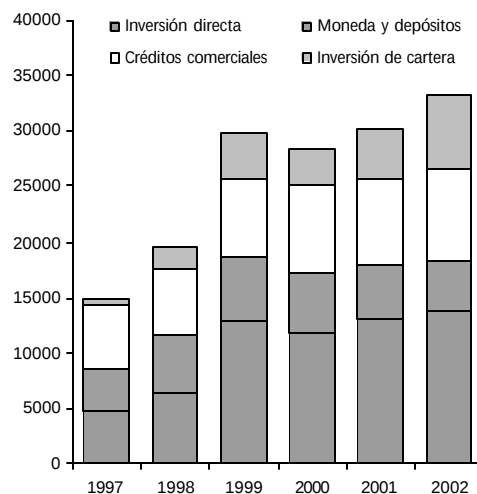
Los activos de autoridades monetarias, compuestos en su totalidad por activos de reserva, se han mantenido relativamente estables, en torno a los US\$ 15.000 millones en el período analizado. Por su parte, los bancos comerciales han venido disminuyendo sostenidamente sus inversiones de cartera y otras inversiones desde 1999.

A continuación se analizan los conceptos que han presentado el mayor dinamismo en el período analizado.

III.2.1 Inversión de empresas y personas en el extranjero

El incremento más significativo de los activos externos del sector privado ha correspondido a inversión directa en el exterior, que ha pasado de constituir 33% de los activos de Empresas y Personas en 1997 a 42% de ésta en el año 2002, lo que representa un crecimiento por sobre el 80% en dicho período (Gráfico III.4). La inversión directa, que corresponde a participaciones accionarias que representan más del 10% del patrimonio de la empresa en el exterior, ha sido mayoritariamente realizada en filiales y/o matrices.

Gráfico III.4
Activos Empresas y Personas
(Millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Una característica importante de la IED es su relativa concentración, tanto geográfica como a nivel de empresas. Argentina, Brasil y Colombia explicaban el 30,5% de ésta el año 2002, al mismo tiempo que las empresas del sector eléctrico agrupaban el 79% del acervo de inversión en el exterior ese mismo año. Las privatizaciones en economías vecinas llevaron a que empresas chilenas, con mayores niveles de productividad y eficiencia, internacionalizaran sus procesos productivos. Este hecho se manifiesta con mayor fuerza en 1999, cuando el acervo de IED se incrementa en más de US\$ 5.800 millones.

No obstante lo anterior, la deteriorada situación que han mostrado las economías latinoamericanas en los últimos años, ha repercutido negativamente en la IED de empresas chilenas. De hecho, los flujos de inversión al exterior se redujeron en US\$ 308 millones en 2002, aunque el acervo de activos aumentó, por el efecto conjunto de los tipos de cambio externos y el precio de los activos.¹⁰

III.2.2 Inversión de cartera del sector privado no bancario

La inversión de cartera, entendida como títulos de participación accionaria que representan menos del 10% del patrimonio de la empresa en el exterior, ha estado principalmente generada por el sector privado. De éstos distinguimos las AFP, los Fondos Mutuos y las Empresas y personas.

(10) El tipo de cambio afecta el acervo de inversión directa, pues éste se valoriza en la moneda extranjera. Por su parte, el precio de los activos en el exterior afecta proporcionalmente el valor de la inversión, incluyendo los efectos del tipo de cambio del país en donde se ha invertido.

Los Fondos de Pensiones y Empresas y Personas explican el 95% de la inversión de cartera del sector privado (Tabla III.1). En el período analizado, estos agentes han registrado incrementos sostenidos, y sólo el año 2000 se registra una disminución que se debe a una caída en los flujos de inversión de cartera y en el precio de los activos.¹¹

Tabla III.1
Inversión de Cartera del Sector Privado No Bancario: 1997-2002
(Millones de dólares)

Variable	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Fondos de Pensiones	307	1.693	4.507	3.777	4.615	5.649
<i>Títulos de participación capital</i>	85,3%	72,3%	68,2%	84,2%	66,4%	74,7%
<i>Títulos de Deuda</i>	14,7%	27,7%	31,8%	15,8%	33,6%	25,3%
Fondos Mutuos y Cias. Seguros	208	245	594	752	647	608
<i>Títulos de participación capital</i>	57,3%	55,3%	72,1%	62,5%	64,0%	50,1%
<i>Títulos de Deuda</i>	0	0	0	0	0	0
Empresas y Personas	521	2.051	4.166	3.356	4.620	6.613
<i>Títulos de participación capital</i>	100,0%	100,0%	100,0%	97,2%	95,0%	90,3%
<i>Títulos de Deuda</i>	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	5,2%	10,7%
Total Inversión de Cartera Sector Privado	1.036	3.989	9.268	7.886	9.882	12.870

Fuente: Banco Central de Chile.

La inversión en títulos de participación en capital realizada por Empresas y Personas, ha constituido, si no toda, gran parte de la inversión realizada por estos agentes. Esta inversión se realiza principalmente en fondos mutuos, acciones y fondos de inversión de bastante liquidez. Más de un 70% está concentrada en Estados Unidos, por lo que su valorización en dólares no se ve directamente afectada por las paridades internacionales, sino más bien directamente por el precio de los activos. Una característica que se destaca es la fuerte atomización en términos de empresas, consecuencia de la búsqueda de retornos en el exterior.

Por su parte, la inversión de cartera realizada por las Administradoras de Fondos de Pensiones también aumentó. Los incentivos para la diversificación y el crecimiento natural de los fondos de pensiones llevaron a que las AFP tornaran sostenidamente sus carteras hacia mercados externos. En este contexto, los límites para inversiones en el extranjero y el tamaño de los fondos han crecido sostenidamente (Gráfico III.5).

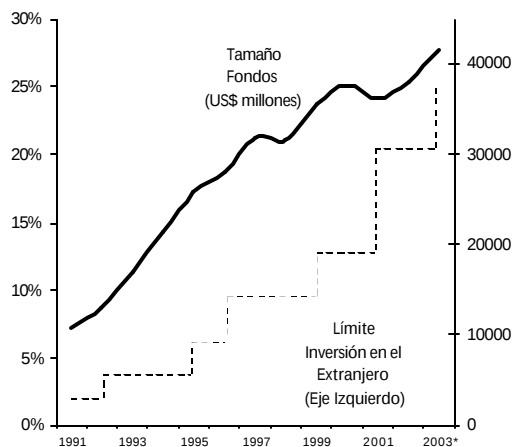
Las AFP realizan sus inversiones principalmente en fondos mutuos y, en general, han mantenido su inversión en el extranjero, cerca del límite máximo autorizado por el Banco Central de Chile.¹² Finalmente, un efecto de crecimiento natural de los fondos de pensiones y la fuerte internacionalización de AFPs y Empresas, hace esperar que los activos de cartera crezcan sostenidamente en el futuro.¹³

(11) En el año 2000 se registraron retornos de inversión de cartera en títulos de participación en el capital por US\$ 821 millones.

(12) La última ampliación de los límites fue el 29/05/2003, y correspondió a un tope máximo de 25% del tamaño del fondo.

(13) Históricamente, los fondos de pensiones han crecido a un ritmo superior al 9% anual.

Gráfico III.5
 Límites de Inversión en el Extranjero y
 Tamaño de los Fondos de las AFP



* Monto estimado.

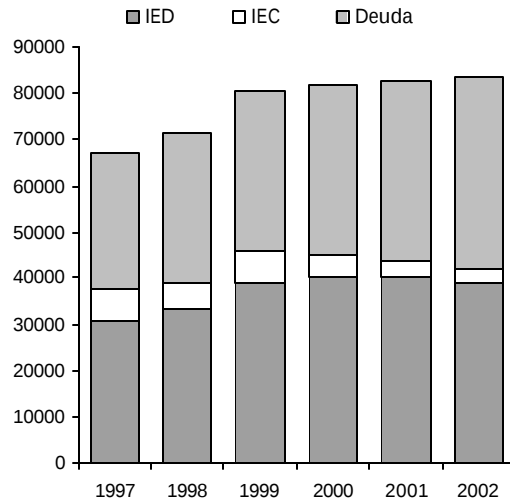
Fuente: Banco Central de Chile.

III.3 Evolución de los pasivos externos

Los pasivos externos totales crecieron un 28% entre 1997 y 1999, estabilizándose en torno a US\$81.000 entre 1999 y 2001, para luego incrementarse nuevamente en 2002 (Gráfico III.6). El aumento en los pasivos totales entre 1997 y 1999 obedeció, esencialmente, al aumento en los pasivos por inversión extranjera directa, mientras que en 2002 el aumento en los pasivos totales correspondió esencialmente a aumentos por concepto de deuda. Los pasivos por concepto de inversión de cartera, en tanto, han presentado una tendencia decreciente (Tabla III.2).

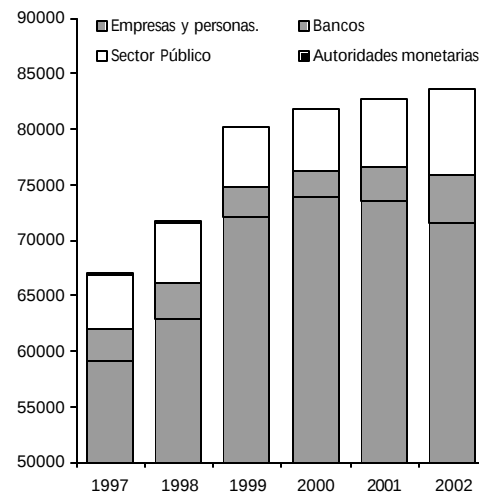
La inversión extranjera directa, que se ha concentrado mayoritariamente en empresas y personas, muestra un relativo estancamiento en los últimos años, homogénea en todos los sectores económicos. En cuanto a la inversión de cartera, la menor inversión por este concepto refleja las salidas netas de capital por este concepto a nivel de empresas. Ello se debe a una caída en los títulos de participación en el capital, de más de US\$ 5.800 millones en 1999 a cerca de US\$2.300 millones en 2002, la que se explica, por una parte, por salidas netas de capital por concepto de ADR, y por otra, por la caída en los índices accionarios de los años recientes.

Gráfico III.6
Pasivos Externos
(Millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.7
Pasivos Externos por Agente
(Millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla III.2
Pasivos Externos por Categoría
(Millones de dólares)

Variable	1997		1998		1999		2000		2001		2002	
	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto
Deuda	43%	29.048	45%	32.568	43%	34.600	45%	37.062	47%	38.743	50%	41.464
IEC	11%	7.111	8%	5.704	8%	6.451	6%	4.701	5%	3.770	3%	2.852
IED	46%	34.816	47%	33.315	49%	39.179	49%	40.121	49%	40.135	47%	39.155
Total pasivos		66.974		71.588		80.231		81.883		82.647		83.471

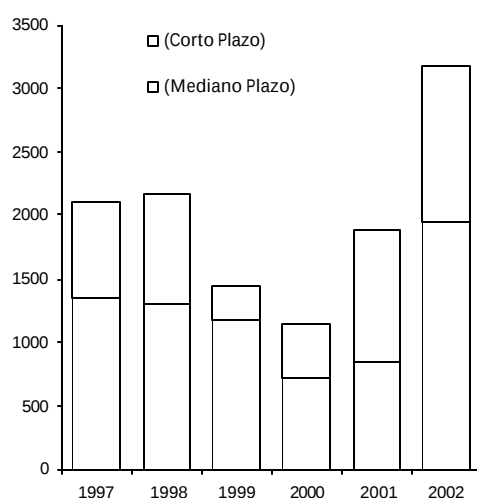
Fuente: Banco Central de Chile.

El incremento en los pasivos externos entre 1997 y 1999 refleja esencialmente los altos flujos de inversión extranjera directa a través de acciones y participaciones en el capital, que aumentaron un 35% en dicho período. Por su parte, el mayor endeudamiento observado a partir del 2000, se explica por mayores créditos de corto y mediano plazo de los bancos y por las emisiones de bonos por parte del gobierno, situación que contrasta con el menor endeudamiento externo de empresas y personas (Gráfico III.8)¹⁴. En cuanto al endeudamiento

(14) En esta sección se han agrupado los conceptos de pasivo de una forma diferente a la presentación estándar de la PII. En particular, la inversión externa de cartera (IEC) relacionada con activos de deuda (en su mayoría bonos) y la partida otro capital de la IED se han añadido a la partida “otras inversiones” bajo el título de deuda. De esta forma, la categoría IEC sólo considera inversiones en activos de capital. Esta manera de agrupar las series hace que los datos de deuda sean comparables con los datos que el BCCh y los países en general reportan como deuda externa.

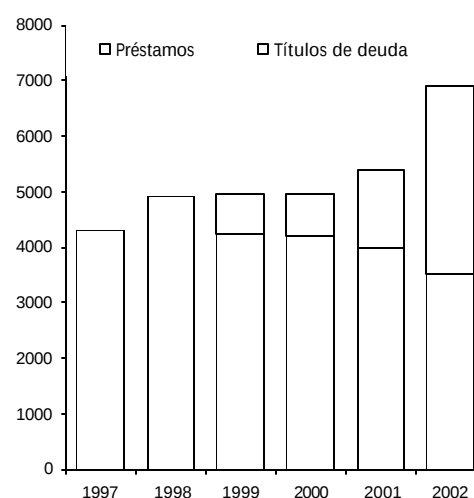
del sector público, éste ha aumentado por mayores colocaciones en el exterior de bonos del Gobierno y bonos de empresas públicas (Gráfico III.9).¹⁵

Gráfico III.8
Préstamos Bancos
(Millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.9
Pasivos Sector Público
(Millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Tabla III.3
Pasivos Externos por Agente
(Millones de dólares)

Variable	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Autoridades Monetarias	166	92	26	62	15	13
Sector Público	4.782	5.292	5.483	5.607	5.964	7.512
Bancos	2.962	3.201	2.641	2.288	3.152	4.382
Empresas y Personas	59.065	63.003	72.081	73.926	73.517	71.565
Total Pasivos	66.974	71.588	80.231	81.883	82.647	83.471

Fuente: Banco Central de Chile.

(15) Durante 2002 el Gobierno de Chile emitió bonos por un monto de US\$ 1.000 millones, Codelco emitió bonos por US\$ 400 millones y Enap por US\$ 300 millones.

Recuadro 2: Evolución de la deuda externa de corto plazo residual

La deuda externa de corto plazo calculada a plazo residual (DECPR) es una parte importante de las necesidades de financiamiento externo de una economía, por lo que constituye una estadística de interés para las evaluaciones de su vulnerabilidad externa¹⁶. La DECPR tiene dos componentes: (i) la deuda externa a corto plazo original, que considera la deuda contratada con plazos de pagos inferiores a un año, y (ii) los pagos de amortizaciones y vencimiento de capital de la deuda contratada originalmente a plazos mayores a un año, pero que se deben realizar dentro de los doce meses siguientes.

Los dos componentes de la DECPR han tenido comportamientos disímiles. La DECP original disminuyó cerca de un 40% entre 1996 y 1999, para aumentar sostenidamente desde ese año. Por su parte, los pagos de amortizaciones y vencimiento de capital aumentaron sostenidamente desde 1996 hasta el 2000, año a partir el cual se ha mantenido relativamente estable. La evolución de los componentes de la DECPR en los últimos años se muestran en la tabla R2.1.

Tabla R2.1
Deuda Externa de Corto Plazo Residual
(Miles de millones de dólares)

	1999	2000	2001	2002	2003*
Deuda Externa de Corto Plazo	7,145	10,236	9,944	11,591	12,124
Original	4,563	6,420	5,538	5,991	6,187
Amortizaciones y Vencimientos	2,582	3,816	4,406	5,600	5,937

(*) Cifras preliminares a marzo.

Dada la evolución de la deuda externa en general, el aumento de la DECPR no es especialmente sorprendente. En efecto, como se muestra en el gráfico III.10 la DECPR representa en 2003 poco más del 40% de la deuda externa de mediano y largo plazo (DEM&LP) privada¹⁷. Este valor, si bien es mayor que el de años recientes, es menor que el 60% de 1996 y está muy por debajo de los valores de inicio de los noventa. De lo anterior se desprenden que la DECP han aumentado en gran parte debido al crecimiento natural de la deuda externa que se deriva, entre otras cosas, del crecimiento del país y de la mayor integración financiera con el resto del mundo.

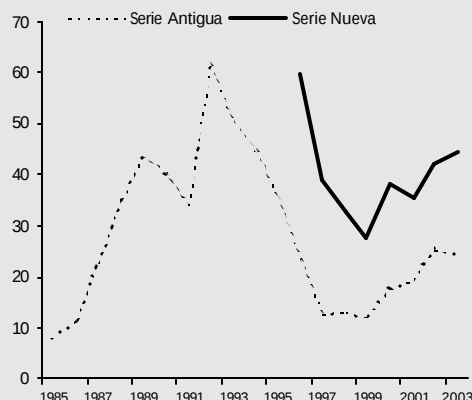
Con todo, en los últimos años se ha observado un incremento en la DECP mayor que en el resto de la deuda externa. La literatura ha identificado una serie de factores que influyen en la estructura de plazos de la deuda externa de los países.¹⁸ Hay al menos tres que parecen ser importantes en el caso reciente chileno:

(16) Ver por ejemplo, Bussiere y Mundell (1999), Rodrik y Velasco (1999), Kumar, Moorthy y Perraudin (2002).

(17) La DECP es en más de un 95% deuda privada, por lo que corresponde contrastar su evolución con la DEM&LP privada. Por esta razón, en los gráficos 1 y 2 se presenta como participación de la DEM&LP privada. Si a la deuda privada se le añade la deuda pública los resultados no cambian.

(18) Ver por ejemplo, World Bank (2000), Rodrik y Velasco (1999) y Buch y Lusinyan (2000).

Gráfico III.10
DECPR / DEM&LP
(Deuda Privada, %)



Fuente: Banco Central de Chile.

a) Ciclo interno. La evidencia internacional muestra que la DECP suele ser más procíclica que la deuda de plazos más largos, por lo que la razón DECP/DEM&LP estaría positivamente asociada al ciclo económico¹⁹. En el caso de Chile para el período 1985-2003 hay una correlación parcial de 65% entre la razón DECP/DEM&LP y la tasa de crecimiento anual del PIB. De esta forma, no es inusual que la DECP haya alcanzado su nivel más bajo en 1999, para comenzar a recuperarse en los años posteriores.

b) Bajas tasas de interés internacionales. Las bajas tasas de interés internacionales han sido catalogadas como uno de los factores más relevantes para explicar los flujos de capitales a economías emergentes. Por otra parte, la evidencia internacional indica que las bajas tasas de interés afectan mayormente a los flujos de más corto plazo²⁰ haciendo que cambie la composición relativa de los flujos. Desde 2001 hemos visto que las tasas de interés internacionales son particularmente bajas.

c) La eliminación del encaje a los créditos provenientes del exterior. Los estudios empíricos que estudian el efecto del encaje sobre los inlfujos de capital señalan que una de sus consecuencias más evidentes fue el cambio en la composición de madurez de dichos flujos hacia una mayor participación de flujos de mediano y largo plazo. De esta manera, cabe esperar que después de su eliminación a fines de los 90 aumente la DECPR en relación a la DEM&LP. Según el modelo de De Gregorio et al (2000), la eliminación del encaje determinaría un aumento en los flujos de corto plazo de entre 5 y 10%, equivalente a unos US\$ 350 a US\$700 millones (en créditos e inversión de portafolio). Sobre la base de LeFort y Lehmann (2003), la cifra correspondería a US\$ 200 a US\$ 300 millones.

(19) Ver por ejemplo, World Bank (2000). En el caso de Chile, De Gregorio et al (2000) encuentran que el crecimiento del PIB afecta más a la razón flujos de capital de corto plazo a PIB que a la razón de flujos totales a PIB (se debe considerar que en este estudio los flujos no son exclusivamente de deuda).

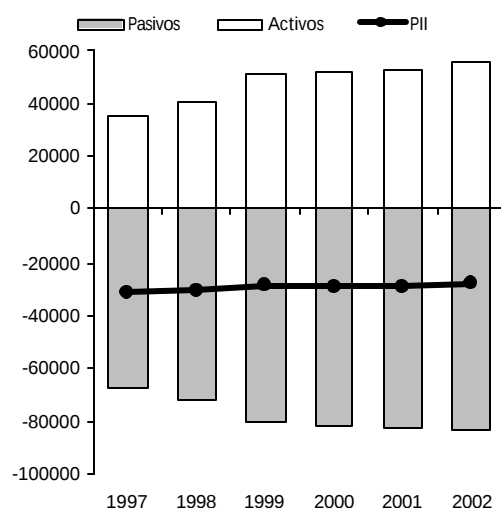
(20) Ver por ejemplo, De Gregorio et al (2000).

Más recientemente, un hecho puntual que también pudo haber contribuido a cierto aumento de la DECP bancaria, proviene de los límites que la normativa de AFP establece respecto de la exposición de esas instituciones en bancos individuales, la que es tal que cuando los bancos se fusionan, el nuevo banco puede tomar menos depósitos de las AFP que la suma de los dos bancos antes de la fusión. En este contexto, la liquidez faltante puede haber sido obtenida a través de un aumento de la deuda externa, principalmente a través de líneas de crédito de corto plazo en moneda extranjera.

III.4 Evolución de la posición de inversión internacional neta

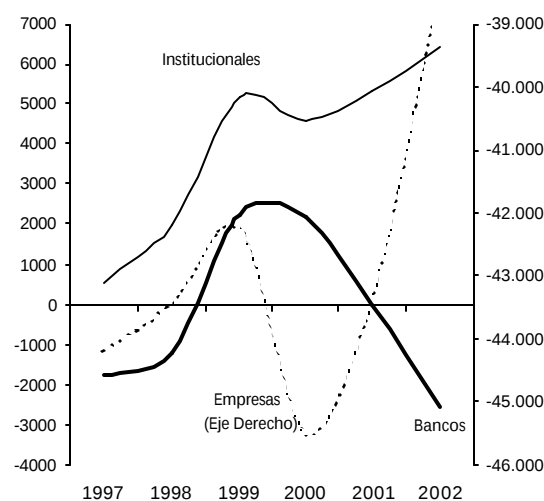
En la medida que la acumulación de activos y pasivos con el exterior ha evolucionado a la par, la PII neta de Chile se ha mantenido bastante estable desde 1997 (Gráfico III.11). En el margen, esto se asocia a una mejor posición neta de Empresas y Personas, junto con las mayores inversiones en el exterior por parte de las AFP, que más que compensaron la disminución de la posición externa neta de los bancos y el sector público (Gráfico III.12).

Gráfico III.11
Posición de Inversión Internacional
(Millones de dólares)



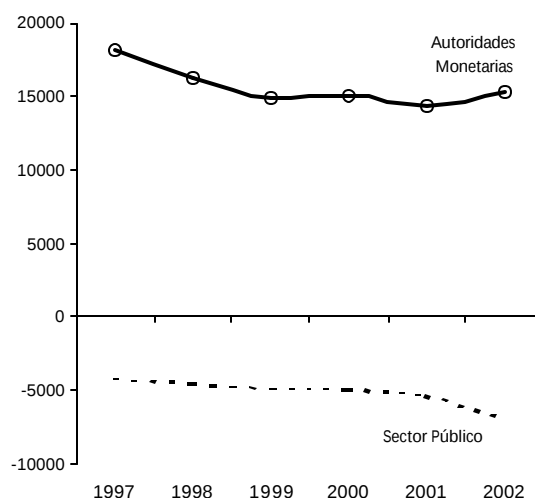
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.12
PII Sector Privado
(Millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico III.13
PII Sector Público
(Millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile

Tabla III.4
Posición Neta por Agente
(Millones de dólares)

Variable	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Autoridades monetarias	18.108	16.200	14.920	15.048	14.385	15.338
Sector Público	-4.266	-4.592	-4.869	-4.959	-5.392	-6.948
Bancos	-1.768	-1.189	2.235	2.188	-30	-2.559
Empresas y personas	-44.193	-43.437	-42.252	-45.522	-43.293	-38.402
AFP	340	1.724	4.563	3.818	4.655	5.744
F. Mutuos, Cías Seguros	208	245	594	752	647	682
PII Neta	-31.570	-31.048	-24.809	-28.674	-29.029	-26.145

Fuente: Banco Central de Chile.

IV. Liquidez y solvencia externa

Para evaluar la capacidad de la economía chilena para enfrentar sus obligaciones de pago externos, interesa analizar su situación de liquidez y solvencia externa.

Una economía es ilíquida si, aún siendo solvente, sus activos líquidos y fuentes inmediatas de financiamiento no son suficientes para satisfacer sus obligaciones con vencimientos de muy corto plazo. Solvencia, por su parte, corresponde a la situación en que el valor presente de los ingresos actuales y futuros, netos de gastos primarios actuales y futuros, son inferiores al

nivel de deuda inicial. La solvencia debe ser vista en relación con la senda de ajuste, que no sólo sea factible en términos económicos, sino que también sea aceptable en términos sociales y políticos, de modo tal que la cesación de pagos no sea una opción preferida.

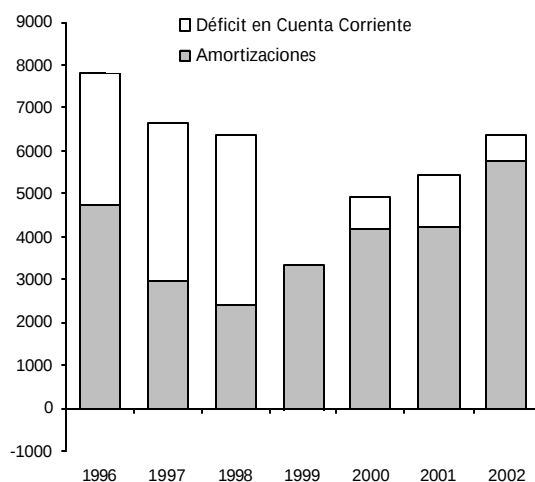
Los conceptos de liquidez y solvencia están estrechamente relacionados. Así por ejemplo, si un país es ilíquido, sus tasas de interés pueden eventualmente elevarse, afectando entonces las capacidades de hacer frente a deudas de más largo plazo, lo cual podría terminar haciendo el país insolvente.

IV.1 Liquidez externa

IV.1.1 Necesidades y disponibilidades de financiamiento externo

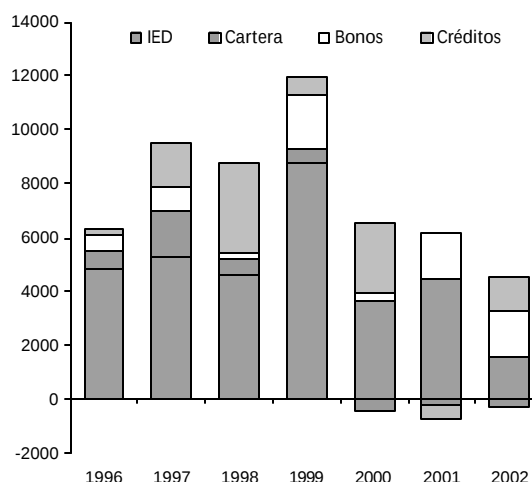
Las necesidades de financiamiento de corto plazo de un país están básicamente dadas por los pagos anuales necesarios para efectuar las amortizaciones de la deuda externa y el déficit de la cuenta corriente. Al respecto, Chile ha presentado necesidades de financiamiento relativamente estables en los últimos tres años, que se comparan favorablemente con las necesidades de fines de la década pasada (Gráfico IV.1). Básicamente, la combinación de un bajo déficit de cuenta corriente y un leve aumento de las amortizaciones en el 2000, llevaron a que las necesidades de financiamiento se situaran en torno a los US\$ 5.000 millones en 2002²¹. Por otro lado, las fuentes de financiamiento, asociadas a la cuenta financiera, excluyendo los activos de reserva, se mostraron acorde con las necesidades de financiamiento externo (Gráfico IV.2).

Gráfico IV.1
Necesidades de Financiamiento Externo
(Millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV.2
Fuentes de Financiamiento Externo
(Millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

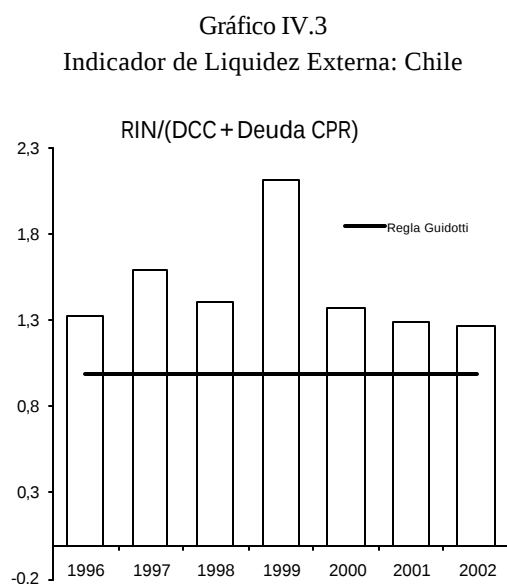
(21) La mayor concentración de amortizaciones el 2002 se explica por los créditos externos del año 2000, que excepcionalmente fueron de plazos menores a los de años anteriores.

IV.1.2 Indicadores de liquidez externa

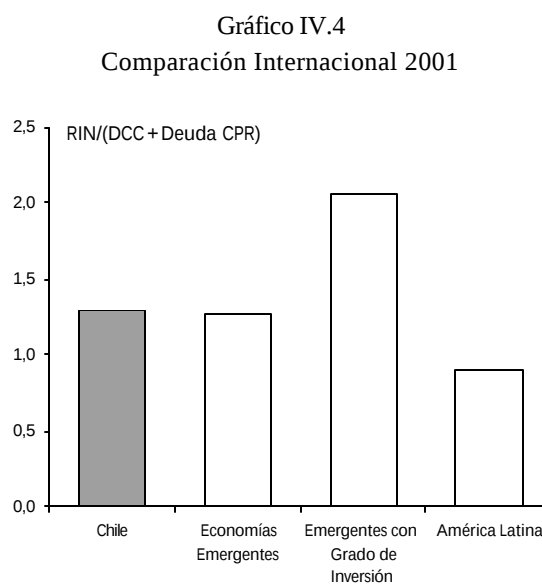
En los próximos años, se estima que las necesidades de financiamiento externo de corto plazo continuarán acotadas, originándose fundamentalmente en el pago de amortizaciones de la deuda externa contratada. En ese contexto, no se prevé mayores dificultades en que los mercados financieros internacionales provean del financiamiento requerido por la economía nacional.

Por otra parte, tomando en cuenta los sólidos fundamentos económicos de Chile, así como los mecanismos de equilibrio que otorgan el marco de política monetaria de tipo de cambio flotante y metas de inflación adoptado por el BCCH, es poco probable que, de surgir necesidades internas adicionales o cambios en las condiciones financieras internacionales, surjan brechas relevantes de financiamiento externo.

Para enfrentar situaciones excepcionales de iliquidez externa, el BCCH dispone además de un monto significativo de reservas internacionales. A fines de 2002, éstas cubrían 1,3 veces las necesidades de financiamiento externo de la economía, nivel por encima de la referencia unitaria propuesta por algunos observadores (gráfico IV.3).



Fuente: Banco Central de Chile.



Fuente: Banco Central de Chile y Banco de Pagos Internacionales.

En términos internacionales comparados, el nivel de liquidez externa que proveen las reservas internacionales chilenas se encuentra bien situado, sólo por debajo del promedio de economías asiáticas, las que registran superávit de cuenta corriente excepcionalmente altos y un elevado nivel de reservas internacionales (gráfico IV.4).²² No se dispone de cifras de

(22) Después de la Crisis Asiática de 1997, gran parte de los países asiáticos incrementaron sus stocks de reservas internacionales.

deuda externa de corto plazo residual para las economías avanzadas, lo que impide construir indicadores equivalentes para esas economías. Pero el monto relativamente bajo que representan las reservas internacionales en dichas economías en términos de PIB (Gráfico II.5) y su alto grado de integración financiera, sugieren que el indicador de liquidez externa de Chile es claramente más alto que en las economías avanzadas.

IV.2 Solvencia externa

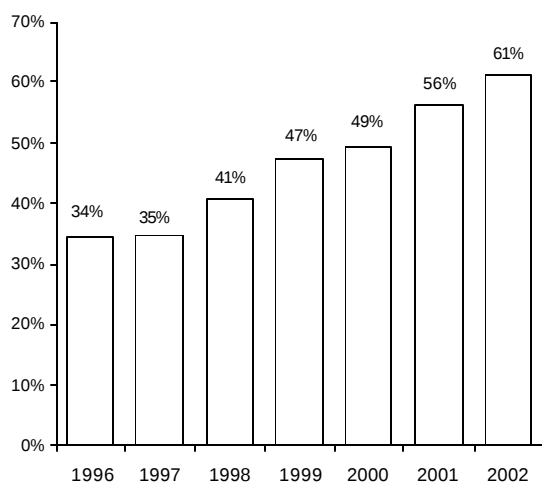
La situación de solvencia externa generalmente se mide a través de distintas razones el nivel de deuda externa respecto de algunas variables macroeconómicas relevantes. A continuación se presenta la evolución para Chile de algunos indicadores relevantes, junto con una comparación a nivel internacional.

IV.2.1 Indicadores de solvencia externa

Un indicador frecuentemente utilizado para evaluar la capacidad de pago de la deuda externa es la razón Deuda/PIB. Como se muestra en el gráfico IV.5, este cociente creció desde 56% en 2001 a 61% en 2002. Cerca de un tercio de este incremento (1,5 puntos porcentuales) se debe al menor PIB medido en dólares, consecuencia de la devaluación del peso.

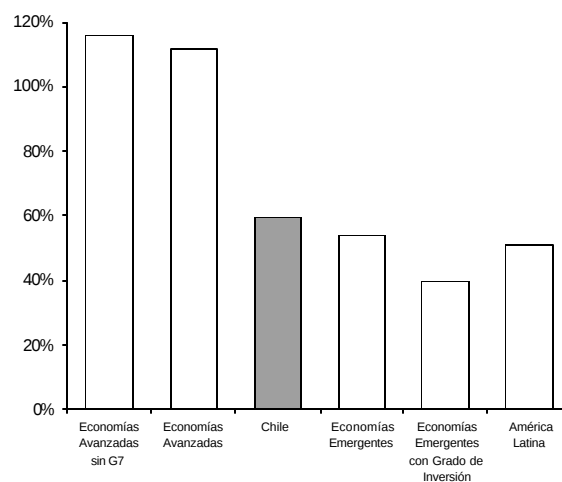
Comparado con otros países, la razón Deuda a PIB de Chile se encuentra por encima de los niveles observados en promedio en las economías emergentes, pero por debajo de las economías avanzadas (gráfico IV.6). Considerando el total de países de la muestra, Chile se encuentra 23 puntos porcentuales por debajo de la media (Tabla IV.1).

Gráfico IV. 5
Razón Deuda a PIB



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV. 6
Comparación Internacional: Deuda a PIB 2002



Fuente: Banco Central de Chile, FMI, Bco. Mundial.

Tabla IV.1
Indicador de Solvencia*

	Chile	Economías Emergentes			Economías Avanzadas			Todos los Países		
		Media	Obs.	Obs. > Chile	Media	Obs.	Obs. > Chile	Media	Obs.	Obs. > Chile
Deuda Externa / PIB	0.56	0.54	23	6	1.12	18	16	0.79	41	22
Deuda Externa / Exp. BB y SS	1.70	1.74	23	9	3.10	17	14	2.32	40	23
Deuda Externa / Activos Externos	0.72	1.30	14	10	0.80	18	11	1.02	32	21

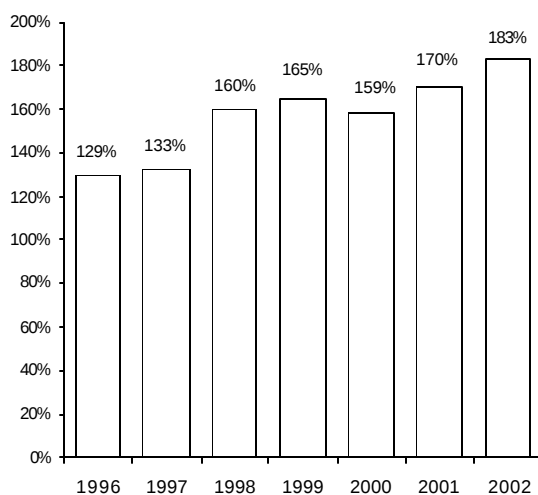
(*) La fuente de la deuda externa es Banco Mundial para economías emergentes y la PII para los países avanzados.

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y Banco Central de Chile.

Un indicador generalmente considerado más satisfactorio para evaluar la solvencia externa es la razón deuda a exportaciones. Para un mismo nivel de PIB, se supone que una economía que es más abierta y exporta una mayor parte de su producción, le resulta más fácil generar los recursos necesarios para pagar la deuda externa.

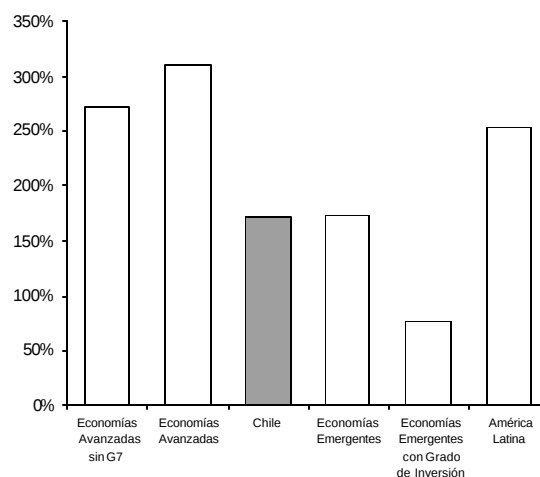
Como puede verse en el Gráfico IV.7, la razón deuda a exportaciones no se incrementó tanto como la razón deuda a PIB en los últimos años, lo cual se debe en parte a que la depreciación del peso no tiene un efecto directo en el valor externo de las exportaciones. Con todo, este cuociente se ha afectado adversamente por los deteriorados precios que han predominado en los últimos años en los mercados para las exportaciones chilenas.²³

Gráfico IV. 7
Razón Deuda a Exportaciones



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV. 8
Comp. Internacional: Deuda a Exp. 2002



Fuente: Banco Central de Chile, FMI, Bco. Mundial.

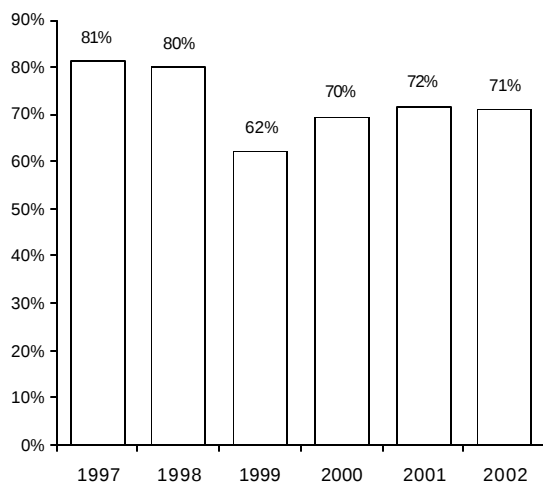
(23) De los 23 puntos porcentuales que aumentó este indicador entre 2000- 2002, 6% se asocia a una caída en el valor de las exportaciones, lo que a su vez considera un descenso de 26% en los precios de nuestros principales productos de exportación.

La comparación con otros países de la razón deuda a exportaciones se muestra en el Gráfico IV.8. La posición relativa general de Chile no cambia mayormente respecto de lo observado cuando se utiliza el indicador deuda externa a PIB. Dado que Chile tiene una economía más abierta que otros países de América Latina, su posición mejora en cierta medida respecto de esos países. Considerando el total de países de la muestra, Chile se encuentra 62 puntos porcentuales por debajo de la media (Tabla IV.1).

Una deficiencia fundamental que tienen los indicadores anteriores para evaluar la solvencia externa de la economía chilena es que no toman en cuenta la significativa acumulación de activos que sus agentes han efectuado en el exterior. La existencia de esos activos y los flujos futuros de recursos que llevan asociados son un determinante importante de la capacidad de pago de las obligaciones externas.

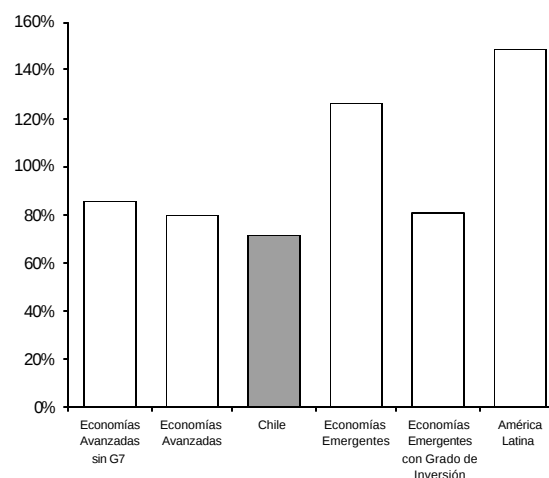
El Gráfico IV.9 indica que, a diferencia de lo que ocurre con los indicadores de deuda externa sobre PIB y sobre exportaciones, el indicador de deuda sobre activos externos se ubicaba en el 2002 por debajo de los niveles que alcanzaba en 1997-98.

Gráfico IV. 9
Deuda a Activos Externos



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico IV. 10
Comp. Internacional Deuda / Activos Ext. 2001



Fuente: Banco Central de Chile, FMI y Bco. Mundial.

El Gráfico IV.10 muestra que, cuando se mide como el cuociente entre la deuda externa y los activos en el exterior, la economía chilena se encuentra en una situación de solvencia externa sustancialmente más favorable que otras economías emergentes, incluyendo no sólo las de América Latina, sino también de otras regiones.

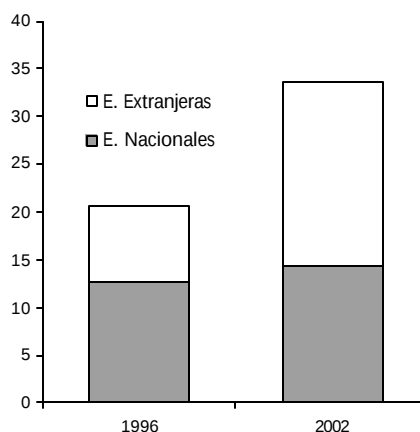
En la evaluación del nivel de deuda externa de Chile, también deben tenerse presente al menos tres características relevantes respecto de su composición.

En primer lugar, del total de la deuda externa en 2002, la mayor parte corresponde a endeudamiento del sector privado con US\$ 33,4 mil millones (82% del stock total), mientras que el endeudamiento del sector público ascendió a US\$ 7,5 mil millones (18% del stock total).

En segundo lugar, del total de deuda externa del sector privado, la mayor parte ha sido contratada por empresas cuyos dueños son no residentes. En efecto, en diciembre de 2002, un 57% de la deuda externa correspondía a empresas de propiedad extranjera, en tanto sólo un 43% correspondía a empresas de propiedad nacional (gráfico IV.11). En comparación, en 1996 un 61% de la deuda externa contratada por el sector privado correspondía a deuda de empresas nacionales y sólo un 39% a empresas de propiedad extranjera.

En tercer lugar, en 2002, un 11% de la deuda correspondía a créditos otorgados a empresas por parte de empresas relacionadas establecidas en el exterior. En la medida que estos créditos tomen esta forma en vez de ser aportes de capital más bien por ventajas tributarias o regulatorias, pueden no tener el mismo grado de exigibilidad que el resto de la deuda.

Gráfico IV.11
Propiedad Deuda Externa
(Miles de millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

V. Conclusiones

El examen de la posición de inversión internacional de Chile refleja que el nivel activos y pasivos externos de la economía chilena, aunque por debajo de la posición que exhiben economías avanzadas, es considerablemente mayor al de otras economías emergentes. El mayor grado de integración financiera se observa tanto por el lado de los activos como de los pasivos externos. Entre los primeros, destaca la participación de inversión directa y de cartera en el exterior. En cuanto a los pasivos externos, sobresale la importancia de la inversión extranjera directa en el país, la cual alcanza no sólo niveles muy superiores al de otras economías

emergentes, sino que supera también a la gran mayoría de las economías avanzadas. Por su parte, la PII neta negativa que posee Chile es comparable al de otras economías.

La actual posición de activos y pasivos externos es resultante de un proceso de significativa integración financiera de la economía nacional. El indicador correspondiente para Chile se ha separado del promedio de las economías emergentes y va más en la dirección de la de promedio de las economías avanzadas. Este proceso guarda relación directa con el proceso de apertura de la cuenta de capitales y el comercio exterior y el desarrollo exhibido por el sistema financiero chileno y los fundamentos de la economía chilena.

En cuanto a la liquidez externa, las necesidades de financiamiento del exterior se han mantenido acotadas y a la par con las fuentes de financiamiento externo. A futuro, no se prevén cambios en esta situación y, considerando los fundamentos económicos de Chile y los mecanismos de ajuste que otorga el marco de política monetaria adoptado por el Banco Central, de flotación cambiaria y metas de inflación, no se ven dificultades para enfrentar escenarios alternativos. De darse situaciones excepcionales, la liquidez externa que proveen las reservas internacionales chilenas se encuentra bien situada en términos relativos al de otras economías.

Como lo refleja la experiencia de las economías avanzadas, un mayor grado de integración financiera involucra mayores activos y pasivos externos, incluyendo entre ellos una mayor deuda externa. Si bien la deuda externa de Chile medida sobre PIB es más alta que la de otras economías emergentes, la economía chilena tiene como contrapartida un nivel significativamente mayor de activos en el exterior, el que es superior incluso al de muchas economías avanzadas en términos relativos al tamaño de su economía. Considerando además el nivel y dinamismo de las exportaciones de bienes y servicios chilenas, la capacidad de la economía chilena de generar flujos para pagar la deuda externa es significativamente mayor a la de otros países emergentes.

El proceso de integración financiera de la economía ha facilitado el financiamiento de nuevos proyectos en Chile, además de abrir oportunidades de inversión en el exterior, ampliar el potencial de rentabilidad y posibilitar una mejor diversificación de los riesgos. Asimismo, se ha ampliado la provisión de servicios financieros e incrementado la competencia y desarrollo del sistema financiero doméstico. Todo lo anterior contribuye a aumentar la capacidad de crecimiento de la economía, reducir la volatilidad y generar perfiles de consumo más estables.

VI. Referencias

- Banco de Pagos Internacionales, Secretaría del Commonwealth, Eurostat, Fondo Monetario Internacional, OECD, Banco Mundial, Secretaría del Club de París, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (2002). “Estadísticas de la Deuda Externa: Guía para Compiladores y Usuarios”.
- Buch, C. M. y L. Lusinyan (2000). “Determinant of Short-Term Debt”. Kiel Institute of World Economics. Documento de Trabajo N.º 994.
- Bussière, M. y C. Mulder (1999). “External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion”. Documentos de Trabajo FMI, 99/88.
- De Gregorio, J. (1999). “Financial Integration, Financial Development and Economic Growth”. Estudios de Economía, Vol. 26, N.º2.
- De Gregorio, J, S. Edwards y R. Valdés (2000). “Controls on Capital Inflows: Do they Work?”. Documento de Trabajo NBER N.º 7645, Cambridge, Mass.
- Kumar, M. S., U. Moorthy and W. Perraudin (2000). “Predicting Emerging Market Currency Crashes”. Journal of Empirical Finance 10 (4).
- Lane, Phillip (2000). "International Investment Positions: A Cross-Sectional Analysis". Journal of International Money and Finance 19, 513-534.
- Lane, Phillip y Gian-Maria Milesi-Ferretti (2001). “The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries”. Journal of International Economics 55, 263-294
- Lane, Phillip y Gian-Maria Milesi-Ferretti (2003). “International Financial Integration”. CEPR Discussion Paper 3769.
- Lefort, G y S. Lehmann (2003). "El Encaje, la Entrada Neta de Capitales y el Gasto Privado: Chile en los 90", mimeo.
- Prasad, Eswar, Kenneth Rogoff, Shang Wei y Ayhan Kose (2003). “Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence”. Fondo Monetario Internacional, Marzo 2003.
- Rodrick, D. y Andrés Velasco (1999). “Short-Term Capital Flows”. NBER Working Papers N.º7634.
- World Bank (2000), Global Development Finance.

Anexo 1

CHILE: POSICION DE INVERSION INTERNACIONAL POR SECTORES

(Millones de dólares)

Este cuadro muestra los saldos de activos y pasivos financieros de Chile con el exterior, a fines de los períodos señalados. Ha sido confeccionado siguiendo los lineamientos generales establecidos en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional. Las cifras tienen carácter provisional. El cuadro se actualizará anualmente.

ESPECIFICACIÓN	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Posición de Inversión Internacional Neta (A-B)	-31.349,0	-30.661,4	-28.728,7	-29.313,9	-29.510,3	-27.981,2
A. ACTIVOS	35.625,3	40.926,2	51.501,9	52.569,4	53.136,8	55.490,1
1. Autoridades monetarias	18.273,6	16.292,0	14.946,3	15.110,3	14.400,0	15.351,1
Activos de reserva	18.273,6	16.292,0	14.946,3	15.110,3	14.400,0	15.351,1
Divisas	17.258,9	15.256,1	14.187,1	14.686,1	14.041,3	14.813,9
Otros	1.014,7	1.035,9	759,2	424,2	358,7	537,2
otra inversión						
2. Sector Público	515,9	699,9	612,8	648,7	571,4	541,9
2.1 Gobierno general	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inversión directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inversión de cartera	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otra inversión	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2.2 Otros sector público	515,9	699,9	612,8	648,7	571,4	541,9
Inversión directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inversión de cartera	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otra inversión	515,9	699,9	612,8	648,7	571,4	541,9
Créditos comerciales	512,1	544,6	457,0	617,7	547,4	491,2
Moneda y depósitos	3,8	155,3	155,8	31,0	24,0	50,7
3. Bancos	1.194,6	2.012,5	4.875,9	4.475,7	3.121,4	1.823,3
Inversión directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inversión de cartera	140,1	728,3	2.134,6	1.989,8	780,6	117,7
Títulos de participación capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Títulos de deuda	140,1	728,3	2.134,6	1.989,8	780,6	117,7
Otra inversión	1.054,5	1.284,2	2.741,3	2.485,9	2.340,8	1.705,7
Moneda y depósitos	838,3	1.005,0	2.266,7	1.532,1	1.193,9	985,8
Préstamos	216,2	279,2	474,6	953,8	1.146,9	719,9
(Corto Plazo)	(206,7)	(227,7)	(418,6)	(756,5)	(861,2)	(501,5)
(Mediano Plazo)	(9,5)	(51,5)	(56,0)	(197,3)	(285,7)	(218,4)
4. Sector Privado	15.641,2	21.921,9	31.066,9	32.334,7	35.044,0	37.773,8
4.1 Institucionales	548,4	1.968,8	5.157,1	4.569,9	5.301,9	6.376,3
4.1.1 Fondos de Pensiones	340,2	1.724,2	4.562,9	3.817,5	4.655,4	5.744,3
Inversión directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inversión de cartera	307,3	1.693,1	4.507,2	3.777,4	4.614,8	5.649,0
títulos de participación capital	262,1	1.224,7	3.075,3	3.179,0	3.066,4	4.222,5
títulos de deuda	45,3	468,4	1.431,9	598,4	1.548,4	1.426,5
Otra inversión	32,9	31,1	55,7	40,1	40,6	95,3
Moneda y depósitos	32,9	31,1	55,7	40,1	40,6	95,3
Préstamos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(Corto Plazo)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
(Mediano Plazo)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
4.1.2 Fondos Mutuos y Cias de Seguros	208,2	244,6	594,2	752,4	646,5	632,0
Inversión directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inversión de cartera	208,2	244,6	594,2	752,4	646,5	608,0
títulos de participación capital	119,3	135,3	428,4	470,6	413,5	304,5
títulos de deuda	88,9	109,3	165,8	281,8	233,0	303,5
Otra inversión	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	24,0
Moneda y depósitos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	24,0
Préstamos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(Corto Plazo)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
(Mediano Plazo)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
4.2 Empresas y personas.	15.092,8	19.953,0	25.909,8	27.764,8	29.742,1	31.397,5
Inversión directa	5.110,3	6.734,9	8.999,9	11.154,0	11.905,4	12.388,6
Acciones y otras participaciones	4.929,8	6.501,0	8.013,1	10.138,9	10.722,5	10.835,6
Otro capital	180,6	233,9	986,8	1.015,1	1.182,9	1.553,0
Inversión de cartera	520,6	2.051,3	4.166,1	3.356,4	4.620,2	6.613,4
Títulos de participación capital	520,6	2.051,3	4.166,1	3.261,7	4.389,8	5.972,9
Títulos de deuda	0,0	0,0	0,0	94,7	230,4	640,5
Otra inversión	9.461,9	11.166,8	12.743,8	13.254,4	13.216,5	12.395,5
Moneda y depósitos	3.683,9	5.303,2	5.793,7	5.330,5	4.825,7	4.934,0
Préstamos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

B. PASIVOS	66.974,3	71.587,6	80.230,6	81.883,2	82.647,1	83.471,3
1. Autoridades monetarias	165,5	91,6	26,2	62,1	14,9	12,7
Otra inversión	165,5	91,6	26,2	62,1	14,9	12,7
Préstamos	3,1	2,7	2,4	2,0	1,7	1,4
(Corto Plazo)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
(Mediano Plazo)	(3,1)	(2,7)	(2,4)	(2,0)	(1,7)	(1,4)
Moneda y depósitos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros pasivos	162,4	88,9	23,8	60,1	13,2	11,3
(Corto Plazo)	(162,4)	(88,9)	(23,8)	(60,1)	(13,2)	(11,3)
(Mediano Plazo)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
2. Sector Público	4.781,9	5.291,7	5.482,5	5.607,3	5.963,5	7.511,7
2.1 Gobierno general	2.284,0	2.183,0	2.557,6	2.400,7	2.908,6	3.741,9
Inversión de cartera	0,0	0,0	463,6	480,7	1.166,6	2.274,9
títulos de deuda	0,0	0,0	463,6	480,7	1.166,6	2.274,9
Otra inversión	2.284,0	2.183,0	2.094,0	1.920,0	1.742,0	1.467,0
Préstamos	2.284,0	2.183,0	2.094,0	1.920,0	1.742,0	1.467,0
(Corto Plazo)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
(Mediano Plazo)	(2.284,0)	(2.183,0)	(2.094,0)	(1.920,0)	(1.742,0)	(1.467,0)
2.2 Otros sector público	2.497,9	3.108,7	2.924,9	3.206,7	3.054,9	3.769,8
Inversión de cartera	0,0	0,0	257,2	286,7	238,9	1.086,7
Títulos de deuda	0,0	0,0	257,2	286,7	238,9	1.086,7
Otra inversión	2.497,9	3.108,7	2.667,7	2.920,0	2.816,0	2.683,1
Préstamos	2.027,8	2.735,0	2.142,9	2.277,5	2.236,5	2.076,1
(Corto Plazo)	(563,8)	(591,0)	(258,9)	(377,5)	(244,5)	(265,1)
(Mediano Plazo)	(1.464,0)	(2.144,0)	(1.884,0)	(1.900,0)	(1.992,0)	(1.811,0)
Créditos comerciales	470,1	373,7	524,8	642,5	579,5	607,0
(Corto Plazo)	431,5	323,0	463,9	591,1	537,4	563,1
(Mediano Plazo)	38,6	50,7	60,9	51,4	42,1	43,9
3. Bancos	2.962,2	3.201,2	2.641,2	2.287,6	3.151,7	4.382,4
Inversión de cartera	856,2	1.016,7	1.203,3	1.129,9	1.224,7	1.153,1
títulos de participación capital	456,0	422,0	627,0	537,0	605,0	548,0
títulos de deuda	400,2	594,7	576,3	592,9	619,7	605,1
Otra inversión	2.106,0	2.184,5	1.437,9	1.157,7	1.927,0	3.229,3
Moneda y depósitos	5,6	7,7	6,0	7,1	42,0	54,5
Préstamos	2.100,4	2.176,8	1.431,9	1.150,6	1.885,0	3.174,8
(Corto Plazo)	(746,7)	(869,5)	(259,8)	(427,7)	(1.042,9)	(1.234,1)
(Mediano Plazo)	(1.353,7)	(1.307,3)	(1.172,1)	(722,9)	(842,1)	(1.940,7)
Otros pasivos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
4. Sector Privado	59.064,7	63.003,1	72.080,7	73.926,2	73.516,9	71.564,5
4.1 Empresas y personas.	59.064,7	63.003,1	72.080,7	73.926,2	73.516,9	71.564,5
Inversión directa	34.523,4	37.630,1	43.498,2	45.418,0	45.082,4	43.861,0
Acciones y otras participaciones	30.815,6	33.315,3	39.178,9	40.120,7	40.134,5	39.155,2
Otro capital	3.707,8	4.314,8	4.319,3	5.297,3	4.947,9	4.705,8
Inversión de cartera	8.315,3	6.949,0	8.686,5	7.289,8	7.671,3	6.564,6
Títulos de participación capital	6.654,8	5.282,0	5.824,2	4.163,6	3.165,0	2.303,8
Títulos de deuda	1.660,6	1.667,0	2.862,3	3.126,2	4.506,3	4.260,8
Otra inversión	16.226,0	18.423,9	19.896,0	21.218,3	20.763,2	21.138,9
Moneda y depósitos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Préstamos	11.104,2	13.049,0	15.057,0	16.232,0	15.971,0	16.269,0
(Corto Plazo)	(128,2)	(243,0)	(670,0)	(1.488,0)	(631,0)	(403,0)
(Mediano Plazo)	(10.976,0)	(12.806,0)	(14.387,0)	(14.744,0)	(15.340,0)	(15.866,0)
Créditos comerciales	5.121,8	5.374,9	4.839,0	4.986,3	4.792,2	4.869,9
(Corto Plazo)	3.484,8	2.997,9	2.625,0	2.820,3	2.646,2	2.869,9
(Mediano Plazo)	1.637,0	2.377,0	2.214,0	2.166,0	2.146,0	2.000,0
Otros pasivos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

CHILE: POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL

(Millones de dólares)

Este cuadro muestra los saldos de activos y pasivos financieros de Chile con el exterior, a fines de los períodos señalados. Ha sido confeccionado siguiendo los lineamientos generales establecidos en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional. Las cifras tienen carácter provisional. El cuadro se actualizará anualmente.

ESPECIFICACION	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Posición de Inversión Internacional Neta (A-B)	-31.349,0	-30.661,3	-28.728,7	-29.313,8	-29.510,3	-27.981,2
A. Activos	35.625,3	40.926,3	51.501,9	52.569,4	53.136,8	55.490,1
1. Inversión directa en el extranjero	5.110,3	6.734,9	8.999,9	11.154,0	11.905,4	12.388,6
1.1 Acciones y otras participaciones de capital y utilidades reinvertidas	4.929,8	6.501,0	8.013,1	10.138,9	10.722,5	10.835,6
1.1.1 Activos frente a empresas filiales	4.929,8	6.501,0	8.013,1	10.138,9	10.722,5	10.835,6
1.1.2 Pasivos frente a empresas filiales						
1.2 Otro capital	180,6	233,9	986,8	1.015,1	1.182,9	1.553,0
1.2.1 Activos frente a empresas filiales	180,6	233,9	986,8	1.015,1	1.182,9	1.553,0
1.2.2 Pasivos frente a empresas filiales						
2. Inversión de cartera	1.176,2	4.717,4	11.402,1	9.876,0	10.662,1	12.988,0
2.1 Títulos de participación en el capital	902,0	3.411,3	7.669,8	6.911,3	7.869,7	10.499,9
2.1.1 Autoridades monetarias						
2.1.2 Gobierno general						0,0
2.1.3 Bancos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2.1.4 Otros sectores	902,0	3.411,3	7.669,8	6.911,3	7.869,7	10.499,9
2.2 Títulos de deuda	274,3	1.306,1	3.732,3	2.964,7	2.792,4	2.488,1
2.2.1 Bonos y pagarés	274,3	1.306,1	3.212,9	2.893,8	2.755,7	2.330,6
2.2.1.1 Autoridades monetarias						
2.2.1.2 Gobierno general						0,0
2.2.1.3 Bancos	140,1	728,3	2.134,6	1.989,8	780,6	111,0
2.2.1.4 Otros sectores	134,2	577,8	1.078,3	904,0	1.975,1	2.219,6
2.2.2 Instrumentos del mercado monetario	0,0	0,0	519,4	71,0	36,7	157,5
2.2.2.1 Autoridades monetarias						
2.2.2.2 Gobierno general						0,0
2.2.2.3 Bancos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,7
2.2.2.4 Otros sectores	0,0	0,0	519,4	71,0	36,7	150,8
3. Otra Inversión	11.065,2	13.182,0	16.153,6	16.429,1	16.169,3	14.762,4
3.1 Créditos comerciales	6.290,1	6.408,2	7.407,1	8.541,6	8.938,2	7.952,7
3.1.1 Gobierno general	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3.1.1.1 A largo plazo						
3.1.1.2 A corto plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3.1.2 Otros sectores	6.290,1	6.408,2	7.407,1	8.541,6	8.938,2	7.952,7
3.1.2.1 A largo plazo						
3.1.2.2 A corto plazo	6.290,1	6.408,2	7.407,1	8.541,6	8.938,2	7.952,7
3.1.2.2.1 Público	512,1	544,6	457,0	617,7	547,4	491,2
3.1.2.2.2 Privado	5.778,0	5.863,6	6.950,1	7.923,9	8.390,8	7.461,5
3.2 Préstamos	216,2	279,2	474,6	953,8	1.146,9	719,9
3.2.1 Autoridades monetarias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3.2.1.1 A largo plazo						
3.2.1.2 A corto plazo						
3.2.2 Gobierno general	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3.2.2.1 A largo plazo						
3.2.2.2 A corto plazo						
3.2.3 Bancos	216,2	279,2	474,6	953,8	1.146,9	719,9
3.2.3.1 A largo plazo	9,5	51,5	56,0	197,3	285,7	218,4
3.2.3.2 A corto plazo	206,7	227,7	418,6	756,5	861,2	501,5
3.2.4 Otros sectores	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3.2.4.1 A largo plazo						
3.2.4.2 A corto plazo						
3.3 Moneda y depósitos	4.558,9	6.494,6	8.271,9	6.933,7	6.084,2	6.089,8
3.3.1 Autoridades monetarias						
3.3.2 Gobierno general						0,0
3.3.3 Bancos	838,3	1.005,0	2.266,7	1.532,1	1.193,9	985,8
3.3.4 Otros sectores	3.720,6	5.489,6	6.005,2	5.401,6	4.890,3	5.104,0
3.3.4.1 Público	3,8	155,3	155,8	31,0	24,0	136,9
3.3.4.2 Privado	3.716,8	5.334,3	5.849,4	5.370,6	4.866,3	4.967,1

ESPECIFICACION	1997	1998	1999	2000	2001	2002
3.4 Otros activos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3.4.1 Autoridades monetarias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3.4.1.1 A largo plazo						
3.4.1.2 A corto plazo						
3.4.2 Gobierno general	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3.4.2.1 A largo plazo						
3.4.2.2 A corto plazo						
3.4.3 Bancos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3.4.3.1 A largo plazo						
3.4.3.2 A corto plazo						
3.4.4 Otros sectores	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3.4.4.1 A largo plazo						
3.4.4.2 A corto plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3.4.4.2.1 Público						
3.4.4.2.2 Privado						
4. Activos de reservas	18.273,6	16.292,0	14.946,3	15.110,3	14.400,0	15.351,1
4.1 Oro monetario	533,0	321,9	316,9	17,9	18,6	2,3
4.2 DEG	1,3	8,3	18,6	24,8	29,0	36,5
4.3 Posición de reserva en el FMI	313,9	605,0	404,8	320,5	299,0	490,2
4.4 Divisas	17.258,9	15.256,1	14.187,1	14.686,1	14.041,3	14.813,9
4.4.1 Monedas y depósitos	8.554,4	7.796,1	7.501,9	7.852,0	7.279,3	7.534,8
4.4.2 Valores	8.704,5	7.460,0	6.685,2	6.834,2	6.762,1	7.279,1
4.5 Otros activos (CCR)	166,4	100,7	18,9	61,0	12,1	8,2
B. Pasivos	66.974,3	71.587,6	80.230,6	81.883,2	82.647,1	83.471,3
1. Inversión directa en la economía declarante	34.523,4	37.630,1	43.498,2	45.418,0	45.082,4	43.861,0
1.1 Acciones y otras participaciones de capital y utilidades reinvertidas	30.815,6	33.315,3	39.178,9	40.120,7	40.134,5	39.155,2
1.1.1 Activos frente a inversionistas directos						
1.1.2 Pasivos frente a inversionistas directos	30.815,6	33.315,3	39.178,9	40.120,7	40.134,5	39.155,2
1.2 Otro capital	3.707,8	4.314,8	4.319,3	5.297,3	4.947,9	4.705,8
1.2.1 Activos frente a inversionistas directos						
1.2.2 Pasivos frente a inversionistas directos	3.707,8	4.314,8	4.319,3	5.297,3	4.947,9	4.705,8
2. Inversión de cartera	9.171,5	7.965,8	10.610,6	9.187,1	10.301,5	11.079,3
2.1 Títulos de participación en el capital	7.110,8	5.704,0	6.451,2	4.700,6	3.770,0	2.851,8
2.1.1 Bancos	456,0	422,0	627,0	537,0	605,0	548,0
2.1.2 Otros sectores	6.654,8	5.282,0	5.824,2	4.163,6	3.165,0	2.303,8
2.2 Títulos de deuda	2.060,8	2.261,8	4.159,4	4.486,5	6.531,5	8.227,5
2.2.1 Bonos y pagarés	2.060,8	2.261,8	4.159,4	4.486,5	6.531,5	8.227,5
2.2.1.1 Autoridades monetarias						
2.2.1.2 Gobierno general	0,0	0,0	463,6	480,7	1.166,6	2.274,9
2.2.1.3 Bancos	400,2	594,7	576,3	592,9	619,7	605,1
2.2.1.4 Otros sectores	1.660,6	1.667,0	3.119,5	3.412,9	4.745,2	5.347,5
2.2.1.4.1 Público	0,0	0,0	257,2	286,7	238,9	1.086,7
2.2.1.4.2 Privado	1.660,6	1.667,0	2.862,3	3.126,2	4.506,3	4.260,8
2.2.2 Instrumentos del mercado monetario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2.2.2.1 Autoridades monetarias						
2.2.2.2 Gobierno general						
2.2.2.3 Bancos						
2.2.2.4 Otros sectores						
3. Otra Inversión	23.279,4	25.991,7	26.121,8	27.278,1	27.263,1	28.531,0
3.1 Créditos comerciales	5.591,9	5.748,6	5.363,8	5.628,8	5.371,7	5.476,9
3.1.1 Gobierno general	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3.1.1.1 A largo plazo						
3.1.1.2 A corto plazo						
3.1.2 Otros sectores	5.591,9	5.748,6	5.363,8	5.628,8	5.371,7	5.476,9
3.1.2.1 A largo plazo	1.675,6	2.427,7	2.274,9	2.217,4	2.188,1	2.043,9
3.1.2.1.1 Público	38,6	50,7	60,9	51,4	42,1	43,9
3.1.2.1.2 Privado	1.637,0	2.377,0	2.214,0	2.166,0	2.146,0	2.000,0
3.1.2.2 A corto plazo	3.916,3	3.320,9	3.088,9	3.411,4	3.183,6	3.433,0
3.1.2.2.1 Público	431,5	323,0	463,9	591,1	537,4	563,1
3.1.2.2.2 Privado	3.484,8	2.997,9	2.625,0	2.820,3	2.646,2	2.869,9

ESPECIFICACION	1997	1998	1999	2000	2001	2002
3.2 Préstamos	17.519,5	20.146,5	20.728,2	21.582,1	21.836,2	22.988,3
3.2.1 Autoridades monetarias	3,1	2,7	2,4	2,0	1,7	1,4
3.2.1.1 Uso del crédito del FMI						
3.2.1.2 Otros a largo plazo	3,1	2,7	2,4	2,0	1,7	1,4
3.2.1.3 A corto plazo						
3.2.2 Gobierno general	2.284,0	2.183,0	2.094,0	1.920,0	1.742,0	1.467,0
3.2.2.1 A largo plazo	2.284,0	2.183,0	2.094,0	1.920,0	1.742,0	1.467,0
3.2.2.2 A corto plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3.2.3 Bancos	2.100,4	2.176,8	1.431,9	1.150,6	1.885,0	3.174,8
3.2.3.1 A largo plazo	1.353,7	1.307,3	1.172,1	722,9	842,1	1.940,7
3.2.3.2 A corto plazo	746,7	869,5	259,8	427,7	1.042,9	1.234,1
3.2.4 Otros sectores	13.132,0	15.784,0	17.199,9	18.509,5	18.207,5	18.345,1
3.2.4.1 A largo plazo	12.440,0	14.950,0	16.271,0	16.644,0	17.332,0	17.677,0
3.2.4.1.1 Público	1.464,0	2.144,0	1.884,0	1.900,0	1.992,0	1.811,0
3.2.4.1.2 Privado	10.976,0	12.806,0	14.387,0	14.744,0	15.340,0	15.866,0
3.2.4.2 A corto plazo	692,0	834,0	928,9	1.865,5	875,5	668,1
3.2.4.2.1 Público	563,8	591,0	258,9	377,5	244,5	265,1
3.2.4.2.2 Privado	128,2	243,0	670,0	1.488,0	631,0	403,0
3.3 Moneda y depósitos	5,6	7,7	6,0	7,1	42,0	54,5
3.3.1 Autoridades monetarias						
3.3.2 Bancos	5,6	7,7	6,0	7,1	42,0	54,5
3.4 Otros pasivos	162,4	88,9	23,8	60,1	13,2	11,3
3.4.1 Autoridades monetarias	162,4	88,9	23,8	60,1	13,2	11,3
3.4.1.1 A largo plazo						
3.4.1.2 A corto plazo	162,4	88,9	23,8	60,1	13,2	11,3
3.4.2 Gobierno general	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3.4.2.1 A largo plazo						
3.4.2.2 A corto plazo						
3.4.3 Bancos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3.4.3.1 A largo plazo						
3.4.3.2 A corto plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3.4.4 Otros sectores	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
3.4.4.1 A largo plazo						
3.4.4.2 A corto plazo						

Anexo 2

Series Revisadas de la Posición de Inversión Internacional y Deuda Externa de Chile²⁴

Los fenómenos de globalización económica e integración financiera de las últimas décadas, han afectado el ámbito de las estadísticas. Es así como los manuales que rigen la compilación de estadísticas macroeconómicas han sido actualizados por parte de los organismos internacionales encargados de ello, procurando incorporar en forma explícita el tratamiento de las innovaciones en las transacciones internacionales, especialmente las de carácter financiero, intentando armonizar los conceptos comunes a los distintos sistemas estadísticos.

Junto con este esfuerzo metodológico, se ha puesto énfasis en que los países adopten los estándares internacionales para las estadísticas, favoreciendo la comparabilidad de las cifras, y en que los resultados y las metodologías se difundan en forma transparente. En este contexto se inscriben las Normas Especiales de Divulgación de Datos del Fondo Monetario Internacional, a las que Chile adhirió en mayo de 1996.

Las Normas Especiales de Divulgación de Datos (NEDD), obligatorias para los países que las suscriben, establecen exigencias que se relacionan básicamente con la cobertura, periodicidad y oportunidad de las principales estadísticas económicas que difunden los países. Dentro de los compromisos asumidos por Chile, están la difusión de un estado de “Posición de Inversión Internacional” e información sobre Deuda Externa, de acuerdo con las normas metodológicas más actualizadas.

En el ámbito doméstico, al fenómeno anterior se sumó la liberalización cambiaria y de flujos de capitales, lo que ha llevado a un proceso de adaptación del sistema de recopilación de estadísticas del sector externo. Es así como el flujo de información hacia el Banco Central, que estaba orientado principalmente a cumplir con la función de control cambiario, se ha reenfocado de modo de cumplir una finalidad esencialmente estadística. Este proceso ha llevado a hacer uso en forma más intensiva de encuestas y otras fuentes externas, y a la vez, a simplificar y reorientar las demandas de información contenidas en el Compendio de Normas de Cambios Internacionales y su Manual de Procedimientos e Información Estadística.

Con el objetivo de homogenizar y mejorar las estadísticas de los países, un conjunto de organismos internacionales ha desarrollado una “Guía Metodológica sobre Estadística de la

(24) Las nuevas series se encuentran disponibles en la página web del Banco Central de Chile, www.bcentral.cl/esp/infoeconomica/seriesindicadores/series04.htm

Deuda Externa para Compiladores y Usuarios”²⁵, la cual reemplazará a la vigente, que data de 1988. Esta Guía proporciona normas metodológicas internacionales para la medición de la deuda externa, que son consistentes con los conceptos de la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos y del Sistema de Cuentas Nacionales, así como también orientación respecto al uso analítico de los datos.

Bajo el contexto anterior, este anexo presenta las nuevas estadísticas de Posición de Inversión Internacional y Deuda Externa de la economía chilena. De acuerdo a ello, en la siguiente sección se describen los principales conceptos de la posición de inversión internacional. Posteriormente, se presenta la nueva metodología para la deuda externa, destacándose los cambios que determina respecto a las estadísticas que se registraban hasta ahora.

A1 Posición de inversión internacional

La Posición de Inversión Internacional (PII) es el balance de las tenencias de activos y pasivos financieros de una economía frente al exterior. Es decir, es un estado que registra los saldos de las posiciones activas y pasivas de los sectores residentes frente a no residentes, cualquiera sea la unidad de cuenta en que esté expresado el activo o pasivo. De acuerdo a ello, es complementaria a la balanza de pagos, y constituye un marco útil para tener una visión integral de la totalidad de activos y pasivos financieros externos de un país, así como de su posición neta con respecto al resto del mundo. Además, si a la posición de inversión internacional neta, definida como activos menos pasivos financieros externos, se le suma el stock de activos no financieros, se obtiene el valor neto o patrimonio de la economía, concepto de contabilidad nacional.

El marco para la compilación de la PII está establecido en la quinta edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI, y las categorías en las que se abre la información guardan estrecha relación con las clasificaciones de la cuenta financiera de la balanza de pagos. Sin embargo, la jerarquización de ellas es algo distinta en la PII que en la balanza de pagos. En la balanza de pagos, la distinción más importante es entre categorías funcionales, a saber, inversión directa, inversión de cartera, instrumentos financieros derivados, otra inversión y activos de reserva. Por el contrario, la principal distinción de la PII es entre activos y pasivos, y la segunda, entre categorías funcionales. Estas categorías funcionales se subdividen, a su vez, de acuerdo a los tipos de instrumentos, y, en algunos casos, a los sectores (autoridades monetarias, gobierno general, bancos y otros) y a los plazos (corto y largo). La norma señala que la valoración de los stocks debe hacerse a precios de mercado, lo que permite conocer la situación real a una fecha determinada, tanto en términos brutos como netos.

(25) “Estadísticas de la Deuda Externa: Guía para Compiladores y Usuarios”, Banco de Pagos Internacionales, Secretaría del Commonwealth, Eurostat, Fondo Monetario Internacional, OECD, Banco Mundial, Secretaría del Club de París, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, 2002.

Un estado completo de PII no sólo contempla información de los stocks de activos y pasivos externos, sino que también de las partidas que explican la variación de las tenencias entre dos fechas dadas. Estas partidas son: transacciones (registradas en la cuenta financiera de la balanza de pagos), variaciones de precios, variaciones de tipos de cambio, y otros ajustes. Las principales aperturas definidas para la PII son aplicables tanto a activos como a pasivos, con excepción de las reservas internacionales, concepto que sólo se refiere a activos. Cabe señalar que en la PII de Chile, hasta la fecha no todos los componentes han sido calculados o desglosados, principalmente por limitaciones en las fuentes de información. En el desarrollo de éstas, se han priorizado las operaciones que se estiman tienen mayor incidencia. Los componentes de la PII son los siguientes:

- A. Inversión directa en el extranjero/en Chile
 - Acciones y otras participaciones de capital y utilidades reinvertidas (desglose activos/pasivos)
 - Otro capital (desglose activos/pasivos)
- B. Inversión de cartera
 - Títulos de participación en el capital (apertura sectorial)
 - Títulos de deuda
 - Bonos y pagarés (apertura sectorial)
 - Instrumentos de mercado monetario (apertura sectorial)
- C. Instrumentos financieros derivados (apertura sectorial)
- D. Otra inversión
 - Créditos comerciales (apertura sectorial y por plazo)
 - Préstamos (apertura sectorial y por plazo)
 - Moneda y depósitos (apertura sectorial)
 - Otros activos/pasivos (apertura sectorial y por plazo)
- E. Activos de reserva
 - Oro monetario
 - Derechos especiales de giro (DEG)
 - Posición de reserva en el FMI
 - Divisas
 - Monedas y depósitos (apertura sectorial)
 - Valores (apertura por instrumento)
 - Otros activos (apertura por instrumento)

A1.1 Activos en la Posición de Inversión Internacional

Los activos de la PII reflejan las inversiones que los residentes de Chile mantienen en activos emitidos por no residentes. Esto significa que esta partida no incluye instrumentos

emitidos en el exterior por residentes de Chile, pero que estén en manos de residentes. Sin embargo, por deficiencias en las fuentes de información, en algunos casos no ha sido posible hacer una completa depuración de esta información.

Los activos registrados en la PII abarcan todos los tipos de activos financieros, ya sea que constituyan instrumentos de deuda o no. Los derechos sobre no residentes que constituyen instrumentos de deuda se caracterizan por generar el derecho a recibir (por haber suministrado algún valor económico), el capital, los intereses, o ambos. Por el contrario, existen activos incorporados en la PII que no generan esos derechos, y que, por lo tanto, no se consideran instrumentos de deuda. Tal es el caso de las acciones y otras participaciones de capital, las reinversiones de utilidades de la inversión directa, así como los instrumentos financieros derivados.

A1.2 Pasivos en la posición de inversión internacional

Los pasivos registrados en la PII abarcan dos tipos de obligaciones, según si constituyen deuda o no. Las obligaciones que se definen como deuda se caracterizan por generar la obligación de pagar (a los acreedores que han suministrado algún valor económico), el capital, los intereses, o ambos. Por el contrario, existen pasivos incorporados en la PII que no generan estas obligaciones. Tal es el caso de las acciones y otras participaciones de capital, las reinversiones de utilidades de la inversión directa, así como los instrumentos financieros derivados. En los primeros casos, no existe obligación de pagar ni capital ni intereses, pues los acreedores participan de la propiedad de los activos. En el último, no se trata de operaciones de deuda, pues no existe un suministro inicial de un monto de capital, ni se acumulan intereses sobre los instrumentos.

Los pasivos que conforman la deuda externa bruta, concepto esencial en las estadísticas de deuda externa son, por lo tanto, sólo una parte de los pasivos que se registran en la PII, y pueden estar repartidos entre las distintas categorías funcionales establecidas para la PII. Es así como los préstamos adeudados por empresas de inversión directa a sus casas matrices o empresas relacionadas, que forman parte de los pasivos de inversión directa de la PII, constituyen también deuda externa. Por el contrario, los pasivos de las empresas de inversión directa originados por aportes de capital de los inversionistas extranjeros, son parte de los pasivos de inversión directa de la PII, pero no forman parte de la deuda externa. En el caso de los bonos emitidos por residentes y que están en manos de no residentes, por ser instrumentos de deuda en manos de no residentes, forman parte de la deuda externa, aún cuando en la PII son clasificados en la categoría funcional de Inversión de cartera, por tratarse de instrumentos negociables. En el caso de Chile, el grueso de la deuda externa está conformado por los préstamos, que forman parte de la categoría funcional “Otra inversión” de la PII.

Si bien los pasivos cubiertos por las mediciones de deuda externa (bruta) pueden considerarse que constituyen un subconjunto de aquellos de la PII, existe entre los usuarios de

estos datos un especial interés por disponer de información detallada y específica de deuda externa, incluyendo gran cantidad de antecedentes complementarios, los que no están contemplados en un esquema de tipo global como es la PII. Los sistemas de información de deuda externa entregan ese tipo de información, y se rigen por normas propias, las que han sido actualizadas en el manual, pronto a ser publicado, denominado Estadísticas de la Deuda Externa: Guía para Compiladores y Usuarios, el que, en lo esencial, ha sido armonizado con los criterios de la PII y la Balanza de Pagos. Es así como el nuevo manual de deuda define, además del concepto básico de deuda externa bruta, que sólo abarca pasivos, uno de deuda externa neta, análogo al concepto de posición neta de la PII, pero referido sólo a los instrumentos de deuda (pasivos de deuda menos activos de deuda). Por otra parte, pese a que el manual de deuda externa tiene como criterio básico de registro de deuda el valor nominal de la misma, en el caso de los instrumentos negociables recomienda utilizar también el valor de mercado, que es el criterio general establecido para la PII. Asimismo, las estadísticas de deuda entregan gran cantidad de información, como ser, desgloses por tipo de acreedor, por país, por moneda, por plazo residual; desembolsos y amortizaciones en forma separada; calendarios de pagos de intereses y amortizaciones, entre otras.

A1.3 Revisión de la posición de inversión internacional

En junio del año 2002 el Banco Central difundió por primera vez un estado de Posición de Inversión Internacional (PII), el que presentó cifras anuales de *stocks* de activos y pasivos externos para el período 1997 a 2001, abiertas en las categorías recomendadas por el Manual de Balanza de Pagos del FMI. La difusión se hizo a través del sitio web del Banco. En junio de 2003, esta información se actualizó, incluyendo cifras provisionales para el año 2002. En forma coordinada con la elaboración de la serie revisada de deuda externa que se explica en la sección siguiente, se ha efectuado también una revisión y actualización de la serie de PII²⁶.

La revisión de la serie histórica incorpora las nuevas cifras de deuda externa, además de otras actualizaciones de fuentes de información y depuraciones metodológicas y estadísticas. Las actualizaciones de fuentes afectaron fundamentalmente a los stocks de inversión directa de los años 2001 y 2002. Las estimaciones de inversión directa también incluyeron una revisión de procedimientos estadísticos y de conciliación de fuentes de información que se han ido incorporando o utilizando más intensivamente en el último tiempo.

A2 Nueva metodología para las estadísticas de la deuda externa

Las estadísticas de deuda externa de Chile se han adecuado a los nuevos conceptos definidos en la “Guía Metodológica sobre Estadística de la Deuda Externa para Compiladores y Usuarios”, determinando algunas modificaciones en las cifras reportadas, y la forma en la

(26) A la presentación estandarizada de componentes de la PII que fue difundida en junio del año 2003, se ha agregado un cuadro complementario que presenta los activos y pasivos desglosados por sector doméstico, con una apertura sectorial mayor.

cual se presenta la información. El objetivo de esta sección es describir brevemente los conceptos de la nueva metodología, así como presentar las nuevas series de deuda externa, que si bien no determinan un cambio significativo en el nivel de deuda, sí lo hace en términos de su composición por plazos.

A2.1 Descripción de la nueva metodología

La aplicación de esta nueva metodología conlleva una serie de cambios, tanto en los conceptos involucrados como en la forma en la cual se presentará el saldo bruto de la deuda externa, definida como el monto de los pasivos corrientes reales y no contingentes que asumen los residentes de una economía frente a no residentes, con el compromiso de realizar en el futuro pagos de capital y/o intereses. A continuación se describen las modificaciones más importantes:

- a) La información se presenta de acuerdo al plazo original o contractual. No obstante, en cuadros complementarios se incluirá el endeudamiento de corto plazo residual.
- b) El concepto de residencia se hace equivalente al de Balanza de Pagos, determinado por la ubicación del centro de interés económico del deudor y el acreedor, y no por su nacionalidad. Por lo tanto, deuda externa es sólo aquella que ha sido otorgada por un no residente a un residente, sea ésta en moneda extranjera o moneda local. En este contexto, se excluyen las cifras de deuda contratada por agencias, sucursales o filiales de empresas chilenas en el exterior, como asimismo los bonos emitidos por empresas o entidades residentes en el país que estén en poder de residentes.
- c) Con respecto a los conceptos que se incluirán en la nueva definición de deuda externa, cabe señalar que a los ya tradicionalmente registrados, como son préstamos y bonos, se agregan, los depósitos de no residentes en el país, los créditos comerciales y los intereses devengados. Estos últimos serán incorporados posteriormente en la nueva serie de deuda. Cabe destacar que el concepto de créditos comerciales contempla los pasivos originados por créditos otorgados por proveedores del exterior, así como los pagos anticipados a exportadores chilenos.
- d) La presentación de las cifras se refiere al saldo bruto de la deuda externa, e incluye las siguientes clasificaciones:
 Sector Institucional. Considera las autoridades monetarias, gobierno central, bancos y otros sectores. Los préstamos entre empresas, suministrados entre entidades, en el marco de una relación de inversión directa, se presenta en forma separada.
 Plazos de vencimiento. La deuda externa se clasifica en corto y mediano y largo plazo, utilizando como base el criterio de vencimiento original. Los cuadros complementarios incluyen la deuda por plazo residual.
 Tipos de Instrumentos. Considera instrumentos del mercado monetario, bonos y pagarés, préstamos, moneda y depósitos y otras deudas.

A2.2 Cuadros complementarios y partidas informativas

Un conjunto de cuadros estadísticos complementa la información del saldo bruto de la deuda externa, permitiendo un examen más detallado de los distintos componentes. Se destaca la información respecto a la deuda externa de corto plazo residual, calendario de pagos del servicio de la deuda, deuda externa en moneda extranjera y en moneda nacional, deuda clasificada por tipos de tasas de interés, deuda clasificada por sector acreedor, saldo neto de la deuda externa, conciliación de los saldos y flujos de la deuda externa, créditos externos destinados a financiar comercio exterior y otros.

A2.3 Presentación de las nuevas estadísticas

La nueva serie de la deuda externa cubre el período desde 1996 al año 2003, agregándose además un cuadro estadístico para la misma serie, que recoge la forma tradicional de medición utilizada hasta ahora, para una mejor comprensión de los datos. Se incluye además, cuatro cuadros complementarios, relacionados con el concepto de vencimiento de acuerdo al plazo residual, deuda clasificada por sector acreedor, saldo neto de la deuda externa y calendario de pagos del servicio de la deuda. Posteriormente irán incorporando nuevas estadísticas.

Cuadro A1
Créditos Comerciales de Corto Plazo
(Millones de dólares)

Año	Cobranzas	Anticipos Comprador	Créditos Comerciales
1996	3.613	415	4.028
1997	3.652	264	3.916
1998	3.056	265	3.321
1999	2.738	351	3.089
2000	3.076	335	3.411
2001	2.939	245	3.184
2002	3.021	412	3.433
2003*	3.152	507	3.659

* Cifras a marzo 2003.

La nueva serie de deuda externa incorpora los pasivos originados por créditos de corto plazo otorgados por proveedores del exterior y los pagos anticipados a exportadores nacionales, los que hasta ahora no se contemplaban en las estadísticas. En el Cuadro A1 se presentan las cifras correspondientes a estos conceptos. Asimismo, en el cuadro A2 se presentan las cifras correspondientes a deuda de agencias, filiales o sucursales de empresas chilenas en el exterior, que han sido excluidas del endeudamiento con el exterior, puesto que no cumplen con el concepto de residencia definido en la nueva guía. Al respecto, cabe destacar que ningún país informa como deuda externa esta componente.

Cuadro A2
Créditos de Agencias, Filiales y/o Sucursales
(Millones de dólares)

Año	Saldos
1996	800
1997	1.700
1998	2.350
1999	2.160
2000	2.536
2001	2.389
2002	2.455
2003*	2.472

* Cifras a marzo 2003.

Los datos de los cuadros anteriores son las más relevantes en términos de los cambios efectuados en la medición del endeudamiento externo. Al ser de signos contrarios, se explica el cambio menor en los datos globales de endeudamiento externo, tal como lo muestra el cuadro A3.

Cuadro A3
Saldo Bruto de la Deuda Externa
(Millones de dólares)

Año	Nueva Metodología	Serie Antigua
1996	26.272	22.979
1997	29.034	26.701
1998	32.591	31.691
1999	34.758	34.112
2000	37.177	36.477
2001	38.538	38.032
2002	41.006	40.395
2003*	42.068	41.429

* Cifras a marzo.

Otro aspecto a destacar en la nueva metodología, es el tratamiento que se da a los préstamos entre empresas que son beneficiarias de inversión del exterior. En este contexto, forman parte de la deuda, aun cuando para efectos de Balanza de Pagos se consideran como inversión extranjera directa. Para el período 1996- 2003 (marzo), estos montos equivalen, en promedio, a un 12,6 % del total adeudado al exterior.

No obstante los niveles totales en los saldos adeudados al exterior no sufren mayores variaciones con la nueva metodología, se observa un efecto en la composición por plazos de la

deuda, derivado del aumento en el endeudamiento en 12 meses. Lo anterior se relaciona con la incorporación de las cifras de créditos comerciales de corto plazo, con lo cual los niveles de deuda hasta un año, por plazo original y residual, aumentan de manera significativa.

Cuadro A4
Deuda Externa de Corto Plazo Residual
(Millones de dólares)

Año	Nueva Metodología	Serie Antigua
1996	8.862	4.452
1997	7.829	3.594
1998	7.672	4.152
1999	7.145	3.999
2000	10.236	6.595
2001	9.944	6.705
2002	11.591	8.524
2003*	12.124	8.819

* Cifras a marzo.

Finalmente, cabe señalar que las nuevas estadísticas incorporan una estimación del servicio de la deuda de mediano y largo plazo para un horizonte de 10 años, a partir de los saldos de deuda que se encontraban vigentes al 31 de diciembre de 2002.

Anexo 3

Datos y Muestra de Países

- A. Las fuentes de datos usadas en el trabajo para economías diferentes de la Chilena son las siguientes:
- PII, PIB, Déficit de Cuenta Corriente, Exportaciones, Importaciones: FMI (*Balance of Payments Statistics y International Financial Statistics*)
 - Deuda Externa Total de Economías Emergentes: Banco Mundial (*World Development Finance* 2003)
 - Deuda Externa Total de Economías Avanzadas: calculada a partir de la PII de cada uno de los países.
 - Deuda Externa de Corto Plazo Residual Economías Emergentes: BIS (Base de deuda externa del BIS/FMI/OECD/WB)

En el caso de los datos para Chile la fuente de los datos es el BCCh.

- B. La muestra de países emergentes está compuesta por aquellos países considerados en el índice EMBI Global de JP Morgan. Los países emergentes de similar clasificación de riesgo que Chile son aquellos países emergentes según la clasificación anterior que tienen *credit rating* en S&P mayor que BBB-, es decir, que son *investment grade*. Los países avanzados son aquellos catalogados por el FMI como tales, excepto aquellos países que están en el índice EMBI Global.

Economías emergentes	Economías Emergentes con Grado de Inversión (Rating de Crédito, S&P)	Países Avanzados
Argentina	Hong Kong (A+)	Canadá*
Bolivia	República Checa (A-)	Francia*
Brasil	Hungría (A-)	Alemania*
Bulgaria	Corea (A-)	Italia*
Chile	Malasia (BBB+)	Japón*
Hong Kong	Polonia (BBB+)	Reino Unido*
Colombia	Singapur (AAA)	Estados Unidos*
Costa de Marfil	Eslovenia (A+)	Australia
República Checa	Sudáfrica (BBB)	Austria
Ecuador	Tailandia (BBB-)	Bélgica
Hungría	Túnez (BBB)	Dinamarca
Corea	México (BBB-)	Finlandia
Malasia		Grecia
Nigeria		Islandia
Panamá		Israel
Paraguay		Holanda
Perú		Nueva Zelanda
Polonia		Noruega
Rusia		Portugal
Singapur		España
Eslovaquia		Suecia
Eslovenia		Suiza
Sudáfrica		* Pertenecen al G-7
Tailandia		
Túnez		
Turquía		
Uruguay		
Venezuela		
México		