

ACERCA DE LA LIBERALIZACIÓN DE LA CUENTA DE CAPITALES*

John Williamson**

EXTRACTO

Existe un acuerdo generalizado de que los beneficios de la integración en la economía mundial se acumulan sólo después de la apertura de la cuenta de capitales. Sin embargo, muchos países son reticentes a liberalizar, y la literatura sobre la secuencia de una reforma económica —la cual recomienda que la cuenta de capitales debería ser la última en liberalizarse en un programa de reforma— puede proporcionar una razón para esta reticencia.

Ocurre que todos los requisitos para la liberalización, desarrollados en la literatura sobre secuencias, proporcionan razones para demorar la liberalización de entradas de capital en vez de todos los movimientos de capital. Este artículo se refiere al problema complementario de las precondiciones para la liberalización de las salidas de capital, una medida, que por razones analizadas en este documento, normalmente serán introducidas solamente una vez que las entradas han sido liberadas. Se ha argumentado que el programa de liberalización no debería estar guiado por un afán de hacer la "sintonía fina" de la cuenta de capitales. Más bien, los puntos claves son identificados como 1) la aceptación de un país en la comunidad de países democráticos orientados hacia el mercado, lo cual da credibilidad a que tal política no será cambiada arbitrariamente bajo circunstancias adversas, y 2) una flexibilidad adecuada de los instrumentos de política para manejar tasas más altas de movimientos de capitales, lo cual significa estar dispuesto a aceptar ya sea tipos de cambio flexible o un grado de flexibilidad en la política fiscal.

ABSTRACT

It is generally agreed that the full benefits of integration into the world economy accrue only after the capital account has been opened. Nevertheless, many countries remain reluctant to liberalise, and the literature on the sequencing of economic reform -which recommends that the capital account should be the last thing to be liberalized in a reform program- may provide a rationalization for this reluctance.

It happens that all preconditions for liberalization developed in the sequencing literature provide reasons for delaying liberalization of capital inflows rather than of all capital movements. This essay addresses the complementary issue

of the preconditions for liberalization of capital outflows, a measure that for reasons explored in the paper, will normally be introduced only after inflows have been liberalized. It is argued that the liberalization program should not be guided by an attempt to fine tune the capital account. Rather, the key issues are identified as 1) a country's acceptance into the community of market-oriented, democratic states, which gives credibility to assurances that the policy regime will not be changed arbitrarily under adverse circumstances, and 2) adequate flexibility of policy instruments to cope with a high degree of capital mobility, meaning either a willingness to accept a flexible exchange rate or a degree of flexibility in fiscal policy.

- * Este artículo fue publicado en *The 1991 Amex Bank Review Price Essays, in Memory of Robert Marjolin*. Agradecemos la debida autorización para su traducción y publicación.
- **Senior Fellow del Instituto de Economía Internacional, Washington D.C. Anteriormente fue profesor de economía en la Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro, Universidad de Warwick, Massachusetts Institute of Technology, Universidad de York y Universidad de Princeton; Consultor para el Fondo Monetario Internacional y Consultor Económico para la Tesorería de su Majestad. Ha publicado un gran número de documentos sobre variados temas de problemática económica internacional, incluyendo más recientemente "The Economic Opening of Eastern Europe" y (con Chris Milner) "The World Economy: a Textbook in International Economics".

ACERCA DE LA LIBERALIZACIÓN DE LA CUENTA DE CAPITALES*

John Williamson

La teoría económica tradicional explica que el total de los beneficios de la integración con la economía mundial se logra solo después que se haya liberalizado la cuenta de capitales de su balanza de pagos, así como la cuenta corriente. Solo una vez hecho esto se puede empujar la inversión a su nivel óptimo, independientemente de cualquier restricción dada por el ahorro doméstico, y solo entonces se puede asignar el ahorro de acuerdo a su mejor ventaja, para así obtener diversificación total de riesgos.

Mientras que los beneficios de tal integración son raramente puestos en duda hoy en día, todavía existe preocupación acerca de los peligros de una liberalización prematura. Esto está ejemplificado de mejor manera por la literatura sobre "secuencias", la cual argumenta que la cuenta de capitales debería ser la última en desregularse en un programa de liberalización económica.

Tal conclusión es más bien reforzada que desafiada en este documento. Se ha argumentado que las precondiciones identificadas en la literatura de secuencias se refiere solamente a la liberalización de las entradas de capital, y que una serie distinta de precondiciones deberían ser requeridas antes de la liberalización de las salidas de capital. El documento empieza con un corto resumen de la literatura acerca de secuencia, y, luego, procede a elaborar un conjunto de precondiciones que son necesarias antes de suprimir los controles sobre las salidas de capital. El artículo termina resumiendo la estrategia recomendada para la liberalización general de la cuenta de capitales.

* *Estudios de Economía*, publicación del Departamento de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad de Chile, vol.19, n°2, diciembre 1992.

1. LA LITERATURA DE SECUENCIA

Después del fracaso de los programas de liberalización en los países del Cono Sur a fines de la década de los años setenta, un gran número de economistas se preguntaron si el fracaso podía ser explicado por el orden inapropiado en el cual los diferentes mercados fueron liberalizados,¹ más que los objetivos de la liberalización hayan sido mal establecidos. La literatura sobre secuencia está en ciertos aspectos todavía inconclusa, pero parece haber existido acuerdo en que la cuenta de capitales debería ser liberalizada al final.

Cuatro razones se han dado para tal recomendación. La primera supone que la liberalización de la cuenta de capitales induce entradas de capitales, la cual causa una apreciación de la moneda, esto debilita la competitividad de la industria de bienes transables, y, por ende, frena el crecimiento que se debe a las exportaciones y luego podría amenazar al país con nuevas crisis financieras. La segunda, la importación de capitales antes del establecimiento de disciplina fiscal puede simplemente permitir la mantención de insostenibles déficit presupuestarios por un tiempo, y de nuevo establecer las bases para una nueva crisis financiera. La tercera razón argumenta que los capitales que fluyen antes que el comercio se haya liberalizado pueden ir a las industrias equivocadas, causando un crecimiento empobrecedor. De manera similar, el capital que fluye antes que el sistema financiero se haya liberalizado podría ser distribuido ineficientemente. (Es, por supuesto, ampliamente reconocido hoy en día que la liberalización financiera tiene su propia precondition, llamada una fuerte supervisión prudencial.) Por lo tanto, la conclusión es que la liberalización de la cuenta de capitales debería ser atrasada hasta que las industrias de exportaciones no tradicionales estén bien establecidas y la disciplina fiscal esté segura, y hasta que el comercio y el sistema financiero hayan sido liberalizados.

Aunque la literatura habla de "liberalizar la cuenta de capitales", las cuatro condiciones anteriores están diseñadas para evitar problemas de una entrada excesiva de capitales. Ellas son sin duda condiciones muy razonables antes de liberalizar las entradas de capitales. Pero su presencia no implica necesariamente que es una buena idea liberalizar la salida de capitales. Si esto es o no es recomendable, requiere de un análisis separado.

2. LOS COSTOS Y BENEFICIOS DE LIBERALIZAR LOS FLUJOS DE SALIDA

La primera cosa que los planificadores de políticas se preocupan cuando se sugiere que las salidas de capitales deberían ser liberalizadas es que esto reduciría el volumen de inversión doméstica. Los ahorros domésticos serían

¹Los principales autores que contribuyeron a esta literatura fueron Edwards (1984), Krueger en Harberger (1984), y McKinnon (1982).

invertidos en el extranjero en vez del mismo país, y, por consiguiente, el crecimiento se reduciría. En particular, hay renuencia de arriesgar a perder el *stock* limitado de fondos disponible para inversión de largo plazo, como los controlados por los fondos de pensiones.

Experiencia con la fuga de capital sugeriría que este efecto debe tomarse en serio. Correctamente, a veces se argumenta o se implica que controles de capital son tan inefectivos que si se les removiera harían incrementar la exportación de capital de una manera muy mínima. Sin embargo, el simple hecho de que es siempre posible para un individuo colocar sus recursos en el exterior, con un castigo por usar el mercado paralelo, no implica que controles que prevengan la exportación de capital de parte de las instituciones, a la tasa oficial, sean inefectivos para limitar dichas exportaciones. Es ciertamente correcto que los controles de capital pueden prevenir la colocación en el exterior de ahorros institucionales de largo plazo. También es cierto que los controles de capital pueden retardar el proceso de exportación de capital, lo cual da a las autoridades tiempo para reaccionar a una incipiente fuga de capital antes que sea demasiado tarde. Afirmaciones sobre la inefectividad de controles de capital son sumamente exageradas.

Lo que es verdaderamente cierto es que en algunos casos (Gran Bretaña, en 1979, Yugoslavia, en 1990) la eliminación de los controles a las salidas de capital tuvo el efecto paradójico de la estimulación de una entrada neta de capital, presumiblemente a través de aumentar la confianza y convenciendo a los inversionistas que sería fácil obtener su dinero de vuelta si ellos lo desearan así. Sin embargo, este es un resultado en el cual no sería sabio confiar: es el tipo de efecto que tienden a estar presentes mientras no sea necesario alcanzar los objetivos de política. (Yugoslavia vio sus entradas de capital revertirse fuertemente solamente nueve meses después de haber liberalizado las salidas, y reimpuso los controles después de dos meses más.) Más aún, no hay evidencia que eliminando los controles de salida se incentive una entrada estable de inversiones de largo plazo que son una fuente de preocupación.

Por otro lado, los gestores de políticas algunas veces miran a la salida de capitales como una forma de resolver un problema de acumulación excesiva de reservas que ellos temen puede minar sus esfuerzos para mantener un tipo de cambio lo suficientemente competitivo para promover una inversión continua en las industrias de bienes transables, y, por ende, consolidar un crecimiento liderado por el sector exportador. Hay que tomar en cuenta que una ganancia de esta fuente puede surgir solo si varias condiciones son satisfechas: el nivel de inversión debe ser restringido por la propensión a invertir en vez de por el nivel de ahorro (contrariamente a la presunción implícita en la discusión que precede a este párrafo); la liberalización de las salidas de capital debe causar una salida neta incipiente de capital, en lugar de una entrada neta debido al aumento en la

confianza, como se dijo anteriormente; y las autoridades deben permitir un cambio en el incipiente flujo de capital para causar una variación en el tipo de cambio.

¿Entonces, qué sugieren estas consideraciones sobre la conveniencia de la abolición de los controles a las salidas de capitales? Países con un déficit crónico de ahorros y gran incertidumbre, como los países de Europa del Este hoy en día, correrían el riesgo de una fuga de capital si ellos se liberalizaran ahora. Ellos necesitan mantener sus ahorros durante el período de reconstrucción que queda por delante —como hicieron los países de Europa Occidental y lejano Oriente en circunstancias parecidas (y en contraste a los países de América Latina en la década pasada). Pero una vez que los países pasan a tal punto (como en la mayor parte del lejano Oriente y como en algunos países latinoamericanos, como Chile) es imposible saber si una relajación en los controles de salida de capitales puede causar una salida neta en vez de una entrada neta, ni es tampoco seguro que una entrada neta es capaz de subir el nivel de inversión más que una salida neta. Bajo estas condiciones sería ridículo determinar una política a través de un intento de perfeccionar el movimiento de capitales. Por lo tanto, una primera conclusión es que la eliminación de los controles de flujo de capital no deberían ser vistos como parte de una estrategia que trata de regular el flujo de capital.

Otro costo de la eliminación de controles de capital surge si la fuga de capital se ajusta perversamente al estado de la economía. Específicamente, se teme, especialmente en países en vías de desarrollo que son críticamente dependientes de la exportación de productos primarios, que los flujos de capital intensificarían la inestabilidad cíclica. Una caída en el precio de las exportaciones de materia prima puede dañar la confianza y luego causar una salida de capitales lo cual acentuaría más aun el impacto de recesión de los bajos precios de exportación.

Es sabido que esto ha ocurrido. Por otra parte, es erróneo pensar en esto como un elemento natural e inevitable en el orden económico. En los países desarrollados, pensamos que uno de los beneficios de la movilidad del capital es la oportunidad que nos da a nosotros a endeudarnos en tiempos difíciles y así aliviar los *shocks* cíclicos. La razón por la cual esto es posible es que los inversionistas tienen confianza en la permanencia del régimen de la política.

Un beneficio que es bien conocido sobre la movilidad de capital es que permite ganancias asociadas a la diversificación de portafolio. Un inversionista que reside en cualquier economía pequeña cuyo portafolio está restringido solo a activos domésticos corre un riesgo sustancialmente mayor que uno que tiene opciones internacionales. Esta es una fuente de ganancias que parece ser de particular importancia para instituciones como los fondos de pensión. Se espera que inversionistas extranjeros, en contraste, estén dispuestos a invertir una

pequeña parte de su portafolio en activos nacionales si se les ofrece un precio modesto por sobre su tasa de retorno (una presunción que ha recibido una drástica confirmación por parte de la explosiva inversión en acciones en mercados emergentes en los últimos años), dado que los riesgos que ellos afrontan son solo los riesgos económicos inherente a las inversiones locales. Por lo tanto, el potencial para la ganancia mutua existe a través de la inversión en doble sentido que diversifica los portafolios de ambos lados; inversionistas locales obtienen más seguridad a un costo modesto con rendimientos esperados más bajos, e inversionistas extranjeros ganan un rendimiento esperado más alto a un costo modesto en términos de menor seguridad.

Sin embargo, un problema puede surgir si los riesgos económicos de invertir en la economía local son además suplementados con riesgos políticos específicos a inversionistas extranjeros. Tales riesgos pueden fácilmente eliminar la posibilidad de ganancia mutua a través de la diversificación de portafolio. Una vez más, por lo tanto, la condición para que la movilidad de capital haga rendir ganancias sociales es que los inversionistas deberían tener confianza en la permanencia de la política que respete sus derechos de propiedad. Esto sugiere que el tiempo para dismantelar los controles de capital es cuando un país ha sido aceptado como miembro dentro de la comunidad de estados democráticos, orientados hacia el mercado en los cuales se puede confiar que mantendrán el régimen de la política incluso en ocasiones de dificultad. Hasta ahora el conjunto de estados con esa credibilidad ha sido prácticamente limitado a la afiliación a la OECD (*Organization for Economic Cooperation and Development*)².

Otra desventaja a menudo citada de la alta movilidad de capital es que reduce la efectividad de la política monetaria como un instrumento para manejar la economía nacional bajo un régimen de tipo de cambio fijo. En el caso clásico de perfecta movilidad de capital y de tipo de cambio fijo, es sabido que el Banco Central pierde todo su poder para influenciar condiciones económicas nacionales (Mundell 1968, capítulo 18). En la práctica, la movilidad de capital nunca es perfecta y, por lo tanto, el instrumento monetario nunca se pierde por completo. Mientras la movilidad de capital no sea perfecta, una política monetaria restrictiva (o expansionista) igual puede usarse para restringir (o incentivar) la demanda, pero a un costo que es mayor mientras más alto sea el nivel de movilidad de capital. La experiencia chilena de restringir la demanda en 1990 provee un buen ejemplo: la demanda de forma normal estaba restringida como se deseaba, pero esto era extremadamente costoso para el Banco Central (el cual emitió un gran número de bonos con altos intereses, y de largo plazo en intercambio por fondos sobre los cuales podía obtener sólo una tasa de interés más baja). La habilidad de Chile para restringir la demanda fue sin duda ayudada por el hecho de que su

²Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico.

tipo de cambio no es totalmente fijo: actualmente en Chile opera una política de banda amplia que da un cierto espacio para que el tipo de cambio varíe en función de la política monetaria (y, en contraste, para que la política monetaria varíe sin quebrantar la política de tasa de cambio anunciada). Sin embargo, sería poco realista imaginar que un desmantelamiento de los controles de capitales no tendrían un precio en términos de que podría limitar la efectividad (o subir los costos) de la política económica, al menos que Chile hubiese estado preparado para abandonar la política de tipo de cambio actual en favor de una política de tipo de cambio flotante.

Este costo es muy importante en muchos países, porque los instrumentos de la política, están típicamente sobrecomprometidos. Si las autoridades desearan mantener un tipo de cambio competitivo para ayudar al crecimiento de las exportaciones, y también tener un objetivo grueso para la tasa de interés real para así poder mantener algún control sobre la demanda local, los controles de capital pueden ayudar a reconciliar a estos dos. Por lo tanto, el momento de eliminar los controles de capital será cuando un nuevo instrumento de política esté disponible. Eso podría tomar la forma de un tipo de cambio flotante, a pesar de que es una solución que pone en peligro la habilidad de mantener una competitividad suficiente para ayudar al crecimiento de las exportaciones. También puede tomar la forma de una política fiscal más activa, que provea otro instrumento que maneje la demanda local y por lo tanto libere la tasa de interés para el propósito parcial³ del manejo del tipo de cambio. Por supuesto, se puede confiar en una política fiscal activa para que funcione de una manera estabilizadora keynesiana clásica solo cuando el gobierno es inequívocamente solvente, lo cual nuevamente limita la lista de países que son aptos.

Otra objeción para la liberalización de las salidas de capital es que la fuente de financiamiento más segura para el gobierno desaparecerá. Esto es un argumento débil de cualquier punto de vista, excepto el de muy corto plazo. La habilidad de un gobierno para financiar su déficit en competencia con otros deudores no prueba que el déficit sea pequeño, pero una inhabilidad de financiarlo sin fuentes seguras demuestra claramente que es excesivo.

Un problema más sustantivo con las salidas de capitales es que ellas podrían debilitar la base de los impuestos. Si un país aplica el principio de impuesto por residencia, los intereses u otras entradas obtenidas de la posesión de bienes extranjeros están obligadas legalmente a pagar impuestos. Un problema surge por la dificultad de obligar el pago de impuestos sobre las ganancias obtenidas en el extranjero. En la ausencia de acuerdos para compartir la

³Una banda amplia todavía puede dar algún espacio que permita a la tasa de interés tener un papel en el manejo de la demanda local.

información acerca de impuestos con los países industrializados, un impuesto a la renta obtenida en el exterior sería voluntario. De este modo, con el efecto de limitar la disminución de la base de impuestos y, tal vez, también prevenir que la tasa de interés antes de impuesto en el extranjero se convierta en la base de la tasa de interés neta de impuesto en el país, puede decidirse de tratar y prevenir que los capitales domésticos salgan al extranjero. Por el contrario, el fin de los controles para salidas de capitales dejaría la posibilidad para la evasión de impuestos y aumentar las tasas de interés locales.

En general se supone que muy poco se puede hacer al respecto. Esto es en realidad pesimista. La Tesorería de los Estados Unidos llevó a cabo el primer acuerdo para compartir información sobre impuestos con un país latinoamericano (México) a fines de 1989, y debe resaltarse que el gobierno norteamericano estaría dispuesto a firmar acuerdos de similar índole con otros países. Pese a esto hay que admitir que las condiciones son algo limitadas, dado que las autoridades norteamericanas solo proveen de información en respuesta a una petición de las rentas de un mencionado individuo en una mencionada institución financiera. Más aún, sería fácil para un individuo trasladar su cuenta a otro país si sintiera interés en hacerlo. A pesar de estas restricciones, el acuerdo debería ser visto como una significativa primera etapa (el significativo retorno de capitales hacia México, desde que fue firmado el acuerdo pudo haber sido ayudado por su existencia). Más aún, la OECD negoció en 1988-89 un acuerdo multilateral para compartir información sobre impuestos, el cual entrará en vigencia una vez que un país más lo ratifique.⁴ Desafortunadamente, la participación en este acuerdo está restringida a miembros de la OECD y del Consejo de Europa. Existe una necesidad obvia de permitir a otros países participar —algo que también beneficiaría a los miembros de la OECD, dado que agrandaría la jurisdicción para evitar que sus residentes evadan impuestos.

Consideraciones sobre impuestos, por lo tanto, sugieren que el momento preciso para liberalizar las salidas de capital es cuando la participación en un acuerdo multilateral para compartir información sobre impuestos se hace realidad.

Un país con grandes activos extranjeros obviamente recoge importantes beneficios al liberalizar la exportación de capitales: la liberalización privatiza las decisiones en lo que concierne a la inversión extranjera. Este hecho es de suma importancia mientras el país progresa a través de un ciclo de deuda, el cual seguramente explica por qué las entradas son normalmente liberalizadas antes que las salidas. Esto sugiere que el momento oportuno para liberalizar es cuando una suma substancial de activos extranjeros han sido acumulados.

⁴Finlandia, Noruega, Suecia, y recientemente los Estados Unidos ya lo han ratificado, y el acuerdo entra en vigencia una vez que cinco países lo ratifiquen.

También se argumenta que la inversión externa debería ser liberalizada, dado que algunos inversionistas extranjeros, particularmente, inversionistas directos tienen posibilidades de tener rendimientos particularmente altos. Esto sugiere que los flujos externos de inversión directa deberían ser liberalizados pronto, pero no se necesita terminar con todos los controles de las inversiones externas para efectuar esto.

Otra fuente de ganancia asociada a la abolición de los controles a las salidas de capital es un ahorro en el gasto público. (El término de los controles de capital en Gran Bretaña redujo en una cuarta parte el personal del Banco de Inglaterra, además de aquellos que antes tenían que negociar con ellos en el sector privado.) Es cada vez más difícil mantener aislado el mercado de capitales en una economía, mientras que el mercado de bienes se vuelve cada vez más integrado a la economía mundial para así recibir todos los beneficios ofrecidos por el comercio. Mientras más extensos son los lazos comerciales, más grande es la necesidad de proveer crédito comercial y crear subsidiarias extranjeras para ayudar la venta de exportaciones, mientras más difícil y más caro se hace el controlar la cuenta de capitales, dado el aumento en el número de posibilidades de arbitraje que ocurre en el manejo de cualquier negocio. Por lo tanto, es realista reconocer que, en una economía en expansión, la habilidad para imponer controles efectivos de salidas de capital se debilitará progresivamente. Entonces la pregunta no es si liberalizar o no las salidas, sino que cuándo hacerlo.

3. UNA ESTRATEGIA PARA LIBERALIZAR

La "globalización de los mercados financieros", una frase que se usa para la integración de los mercados financieros de los países desarrollados, está aquí seguramente para siempre, en dos sentidos: no sería práctico cambiarla, y no sería inteligente tratar de cambiarla, inclusive, si fuese posible. Se puede esperar que otros países liberalicen sus controles de capital y eventualmente se incorporen en el mercado financiero global. Pero esto no quiere decir que cualquier país debe liberalizar su cuenta de capitales inmediatamente.

Como ya se ha reconocido anteriormente en la literatura, los controles de capital deberían ser eliminados solo después que ciertas precondiciones hayan sido establecidas.

Las precondiciones necesarias son diferentes para la liberalización de salidas y entradas de capitales. Antes de liberalizar las entradas es conveniente emprender el tipo de reformas que proveen el enfoque del Banco Mundial sobre créditos de ajuste estructural —asegurarse que las empresas de exportaciones no tradicionales tienen una buena base y que la disciplina fiscal está en orden, liberalizar el régimen de exportaciones y el sistema financiero (el cual, a su vez,

requiere de una adecuada supervisión). Una vez que estas condiciones son satisfechas, las restricciones sobre las entradas de capital pueden ser levantadas. Esto posibilitará a un país endeudarse con el extranjero y así liberar el nivel de inversión doméstica de la restricción causada por su propio nivel de ahorros domésticos, lo cual constituye una importante ganancia ofrecida por la movilidad de capitales para un país en una temprana etapa del ciclo de endeudamiento y en el proceso de alcanzar a los países industrializados.

Algunos de los beneficios de la libre salida de capitales solo vienen en una etapa posterior del proceso de desarrollo, mientras los activos extranjeros se acumulan, y es crecientemente deseable que éstos sean administrados por el sector privado, con un panorama *inter alia* para la diversificación de riesgos, en vez de estar encerrado en unas reservas internacionales de bajo rendimiento. Más aún, los costos de liberar las salidas de capital son costos que pueden ser reducidos cuando un país puede comprometerse seriamente en mantener un régimen de política sin cambios incluso en circunstancias difíciles, y cuando gana una cierta libertad para usar la política fiscal en una manera estabilizadora. Pero estas condiciones son mucho más exigentes que las precondiciones para la liberalización de entradas. Por lo tanto, no es sorprendente que la mayoría de los países haya liberalizado la salida de capitales solo después de haber liberado las entradas.

Ha sido argumentado que una vez que el peligro de la fuga de capitales se haya acabado, sería un error guiarse por ambiciones de manipular el flujo de capital para decidir si se liberalizan las salidas y cuando hacerlo. Los criterios correctos son más fundamentales: un régimen de política que los inversionistas consideren como permanente la habilidad para administrar la demanda a través de una cierta flexibilidad fiscal, y arreglos para limitar el desgaste de la base de impuestos.

Quizás la condición más crítica, y seguramente la más difícil de satisfacer es el establecimiento de credibilidad en la permanencia del régimen de la política. Consideremos el caso de Chile, un país donde la posibilidad de liberalizar las salidas de capital es actualmente un tema en discusión. Si Chile se localizara en Europa, todo el mundo pensaría que su actual régimen de política, como natural, y por lo tanto, con pocas posibilidades de ser cuestionado. Pero la geografía no es irrelevante para las percepciones geoeconómicas y la combinación de la situación geográfica de Chile, y los problemas de su pasado político reciente debe crear dudas sobre si el actual régimen de política será mantenido en el largo plazo. Esto haría que la liberalización inmediata de los controles de capital sea peligroso. Si Chile quiere ser capaz de liberalizar las salidas de capitales sin peligros, debería empezar por tratar de incorporarse a la OECD, con la esperanza que esto hiciera creíble su intención de consolidar su actual régimen de política. Esto también tendría la ventaja de asegurar para Chile el acceso al acuerdo multilateral sobre información de impuestos de la OECD.

Una cuenta de capitales liberalizada es un objetivo razonable que no es ayudado por las demandas de la eliminación total e inmediata de los controles de capital sin importar las circunstancias. Los países han sufrido enormemente debido a la liberalización prematura de salidas y entradas de capital. Esto ya ha sido reconocido en la literatura de secuencia, pero esto solo responde la mitad de la interrogante. Se ha argumentado que la secuencia completa debería ser: hacer las reformas requeridas por los préstamos de ajuste estructural del Banco Mundial; liberalizar las entradas de capital; hacer las reformas requeridas para ser un buen miembro de la OECD; hacerse miembro de la OECD; liberalizar las salidas de capital.

BIBLIOGRAFÍA

- EDWARDS, SEBASTIAN (1984): *The order of liberalization of the external sector in developing countries*, Princeton Essays in International Finance N° 156.
- HARBERGER, ARNOLD (1984): ed., *World Economic Growth*, San Francisco Institute for Contemporary Studies Press.
- MCKINNON, RONALD (1982): "The order of economic liberalization: Lessons from Chile," en *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*.
- MUNDELL, ROBERT (1968): *International Economics*, London: Macmillan.