

INTRODUCCION

FREDERICK E. BERGER

El Comité Editorial de *Cuadernos de Economía* ha decidido dedicar este número especial a la publicación de una selección de los trabajos presentados en la reciente Conferencia sobre Política Financiera Externa, celebrada en Santiago de Chile, del 31 de marzo al 2 de abril de 1977, con el copatrocinio del Banco Central de Chile y de la Organización de Estados Americanos.

La realización de la conferencia y el extraordinario interés que despertó entre autoridades monetarias, profesores universitarios y miembros de la comunidad financiera en todas partes del mundo, refleja una nueva etapa, caracterizada no solamente por las relaciones económicas externas más complejas de América Latina, sino también por una mayor confianza en la efectividad de sus propias políticas y en la utilidad de adaptar los modernos avances de la teoría económica a la gestión de la economía latinoamericana, y en especial de su sector externo.

El impulso más palpable que dio origen a la conferencia fue, sin duda, la crisis económica internacional del trienio 1974-76, y el impacto de esa penosa coyuntura sobre el comercio exterior, y el financiamiento externo de América Latina. Pero desde un comienzo tuvieron conciencia los organizadores de este simposio del profundo cambio que ha ocurrido en muchos países de la región desde aquella otra crisis de los años 30.

En los cuarenta años transcurridos desde entonces ha madurado la economía latinoamericana, y se ha acrecentado extraordinariamente la colectividad de economistas profesionales en puestos estratégicos de autoridad y de influencia intelectual y práctica. En consecuencia, se adoptó para este simposio una postura —casi filosófica, si se quiere— que encuentra su expresión más sencilla y directa en el título mismo de la reunión. La preocupación central de la conferencia se orientó hacia la *política* financiera de la región, lo cual, intencionalmente, implica algún grado de optimismo respecto a la capacidad de la región de definir e implementar políticas autónomas ante una coyuntura externa, por difícil que sea.

Con esta postura no se pretende restarle importancia a los esfuerzos continuos de la región de presionar políticamente para lograr mejores condiciones para su desarrollo económico dentro de la estructura existente de la economía mundial, o si fuera el caso, para lograr transformar esa estructura desde sus bases. Más bien, existió entre los organizadores un afán de concentrar la aten-

ción en los avances de la economía política, cuya evolución en estos cuarenta años ha sido extraordinaria. Se ha logrado en la actualidad el estado de una auténtica disciplina científica, cuyos aportes al bienestar económico de los pueblos y de las personas trasciende ya indiscutiblemente a los criterios exclusivamente subjetivos o políticos de los que cargan la responsabilidad de orientar las políticas económicas.

Durante los años 60, el esfuerzo intelectual de muchos economistas en el campo del financiamiento externo se concentró en los problemas técnicos de asignar los recursos de ayuda financiera de los países avanzados, mientras que, paralelamente, los países "necesitados" o "merecedores" dedicaron sus energías a buscar modelos y estrategias extraeconómicas a los males de la sociedad latinoamericana, muchas veces con enfoques de largo plazo que poco servían para guiar la elaboración de medidas económicas capaces de enfrentar la problemática coyuntural de los países de la región. Así, durante un cuarto de siglo, o más, la política financiera propiamente tal, vale decir, la política monetaria, cambiaria, de mercados de capital, de reservas internacionales y de endeudamiento externo, experimentaron un desarrollo técnico relativamente menor de lo que fue el avance científico en estos campos.

La crisis de la economía mundial presentó así un doble desafío para muchos países de la región, inclusive para aquellos que recibieron los beneficios de la cuadruplicación del precio del petróleo, hacia fines de 1973. Por un lado, les exigió analizar y comprender el nuevo contexto económico internacional, en sus aspectos transitorios como en los permanentes, y por otro lado, les exigió, en forma muchas veces violenta y costosa, implementar políticas financieras que lograran un ajuste externo adecuado al nuevo contexto.

El objetivo de la Conferencia sobre Política Financiera Externa fue precisamente permitir un intercambio de alto nivel técnico entre autoridades económicas, académicas y expertos financieros, para buscar respuesta a estos desafíos. Durante la segunda mitad de 1975 se comenzó la tarea de invitar y motivar a que preparasen trabajos originales especialistas de Chile y América Latina en general, así como también de los centros científicos de los países avanzados. Durante muchos años ha sido común en aquellos centros reunir a distinguidos estudiosos y expertos en seminarios de índole estrictamente técnica, pero en América Latina esa actitud científica ha debido muchas veces ser subordinada a los enfrentamientos ideológicos propios de una sociedad en formación. No obstante ello, la respuesta que se recibió a las primeras iniciativas, que contaban con recursos muy escasos para un encuentro de la envergadura que finalmente se materializó, fue extraordinaria. Es indudable y natural que las diferencias filosóficas y de juicios de valor subsistirán, pero la gravedad de la crisis externa e interna de numerosos países de la región, y la madurez técnica que durante cuarenta años se ha ido gestando, hicieron posible lograr con creces el objetivo propuesto originariamente.

El principio rector en la selección de tópicos y en la invitación de expositores fue muy amplia. A cada expositor invitado se le solicitó que presentara sus puntos de vista respecto a algún tema enmarcado dentro de sus intereses

profesionales del momento, con el único condicionante de que estuviera relacionado a la política financiera externa. Llegaron a ofrecerse treinta y ocho trabajos, y se presentaron en la conferencia un total de veinticuatro, de los cuales nueve se publican por primera vez en el presente número. Otros están siendo preparados para ser publicados en futuros números de *Cuadernos*. Dada la sensibilidad de algunos de los temas tratados fue una grata sorpresa para los organizadores, expositores y participantes de la conferencia, que se mantuviera en todo momento el alto nivel profesional y científico, que había sido el fin deseado desde un comienzo. No obstante el deseo de preservar un ambiente de franco intercambio en un ambiente de simposio, más que de gran conferencia internacional, fueron más de cien los participantes y auditores que acudieron a las deliberaciones técnicas del reducido núcleo de expositores. Participaron activamente en esas deliberaciones ministros del área económica y presidentes de Bancos Centrales de diversos países del continente, desde Panamá y Nicaragua hasta Uruguay, Argentina y Brasil. Y los expositores técnicos representaron igualmente una amplia gama de economistas, desde Chile, Brasil y Argentina, hasta Estados Unidos y Japón.

La coherencia que integra a los trabajos aquí publicados es una fe compartida de que la teoría económica moderna puede aportar a resolver problemas importantes y relevantes de las relaciones económicas externas de América Latina y de la gestión de sus propias políticas económicas. Si fue posible superar o evitar los agrios debates ideológicos del pasado fue gracias a la sobriedad científica de los expositores, y gracias también a que esos antiguos debates han perdido vigencia en la medida que se logró una mejor comprensión de los fenómenos monetarios, financieros y externos del comportamiento de la economía latinoamericana. En cierto modo, ya no es una exageración decir que la mayoría de los economistas, en alguna medida, son monetaristas, y en alguna medida son también estructuralistas.

Esta síntesis se observa claramente en la teoría moderna de la balanza de pagos, siendo o no "monetarista", que reconoce la existencia de bienes y servicios no transables como sustitutos imperfectos de los bienes transables y, en consecuencia, la posibilidad de que una devaluación sea inflacionaria. Laffer agrega a esto la hipótesis de que cualquier variación en el tipo de cambio será anulado a posteriori por la inflación que resultará de la pérdida de atractividad de la moneda devaluada, dado el alto grado de sustituibilidad entre las monedas que existe en economías de cierto nivel de desarrollo financiero, paralelamente a la relativa inelasticidad de sustitución entre bienes transables y no transables. Esta combinación de ajustes rápidos en los mercados cambiarios y monetarios, y ajustes más lentos en los mercados de bienes, sustenta la llamada "herejía" de Laffer y Mundell a favor de tipos de cambio fijos, precisamente en el momento histórico cuando la profesión se ha volcado mayoritariamente hacia una postura más favorable a los tipos de cambio flexibles o fluctuantes.

Los trabajos de Guissarri y Berger conforman, junto con el de Laffer, intentos de relacionar la política financiera externa a las políticas monetarias y financieras internas. En este sentido complementan y amplían el tema de Laffer,

y no entraremos en detalle a describir sus resultados. Guissarri analiza, en el contexto de un modelo matemático riguroso, el proceso de ajuste de los saldos monetarios reales ante la política de reservas, en función de una variable de expectativas. Dada una meta de inflación, Guissarri describe las trayectorias alternativas que podrán seguir el crédito real y otras variables de la economía, en particular el producto real. Berger, por otro lado, plantea la importancia de incorporar a la definición de la política monetaria y financiera externa óptimas, el papel del sector bancario como industria de producción de dinero y crédito, y en particular de la estructura de protección efectiva que implica para esa industria las políticas de encaje y pagos de interés del Banco Central.

Su análisis, aplicado a la reciente experiencia chilena, conduce a la hipótesis de que ha habido una protección efectiva negativa a la industria monetaria, que tendió a reprimir el proceso de ahorro-inversión y a inducir artificialmente una sobreimportación de servicios de intermediación financiera. El consecuente endeudamiento externo, al monetizarse por el Banco Central, significó una pérdida del control monetario que convencionalmente se supone posible con altos encajes requeridos.

El reconocimiento de alguna rigidez en el comportamiento del sector externo es reconocido nuevamente por Arndt, quien lo plantea en forma de síntesis entre los que son "pesimistas" (¿estructuralistas?) respecto a la rapidez y capacidad de ajuste, y los "optimistas" (¿neoclásicos?), para quienes el ajuste es fluido y de bajo costo. Logra su síntesis mediante el empleo del concepto de expectativas rezagadas, que requieren de un estímulo sostenido para transformarse en compromisos de ahorro e inversión ante cambios en precios relativos, y analiza el costo social que significaría para la economía una mala asignación de recursos inducida por precios relativos inestables, y la incertidumbre y posibilidades de error en la formación de expectativas. No obstante la postura de Arndt, tiende hacia una conclusión divergente a la de Laffer respecto a la política cambiaria óptima. Opina que se ha exagerado la inflexibilidad del sector real, y que esto ha llevado a una preferencia demasiado marcada por parte de los países en desarrollo, por tipos de cambio fijos o estables. El costo de esta preferencia ha sido la pérdida, en efecto, de un precio relativo importante en el arsenal de instrumentos de política capaces de lograr ajustes externos y la absorción de las fluctuaciones externas. La esencia del argumento de Arndt radica en la noción moderna de "expectativas racionales", las cuales se formarían, en teoría, en función de la evaluación constante y racional por parte de los agentes económicos, del total de la información disponible en relación al comportamiento global de la economía interna y externa y que, en consecuencia, resulta menos importante la información del pasado y socialmente más eficiente y acertada la formación de expectativas. Debido a estos factores, habría sido exagerado el costo de las supuestas rigideces de ajuste y de errores en la asignación de recursos.

Lessard concentra su atención precisamente en uno de los mecanismos a los cuales se refiere Arndt, que permiten mejorar la asignación intertemporal de

recursos en la presencia de expectativas racionales. Arndt había expuesto, como ejemplo de la eficiencia intertemporal de una economía operando en función de expectativas racionales, la especulación en bienes y activos como forma de mejorar la distribución en el tiempo del bienestar, ante fluctuaciones anticipadas de los precios relativos. Lessard analiza las posibles estrategias de distribución del riesgo externo que enfrentan las economías productoras de materias primas.

El desarrollo contemporáneo de la teoría de decisiones bajo incertidumbre se refleja a través de casi todos los trabajos presentados a la conferencia, y en torno a él se ha dado una especie de síntesis técnica de las antiguas divergencias entre las corrientes estructuralistas y neoclásicas. Mientras que aquél colocaba en el centro de su concepto del “desarrollo hacia adentro” la inestabilidad de los precios primarios, éste se veía hasta hace relativamente pocos años marginado de nociones de incertidumbre y riesgo dado el supuesto clásico de información perfecta como fundamento axiomático del comportamiento de los mercados perfectos.

La nueva síntesis emergente, representada en forma muy clara por el trabajo de Lessard, reconoce la existencia de la antiguamente llamada “vulnerabilidad” de las economías productoras de materias primas, pero propone una alternativa: tanto el “desarrollo hacia adentro” como a los acuerdos internacionales para la estabilización de producción y precios. El desarrollo hacia adentro ha resultado una estrategia gravemente costosa como respuesta a la vulnerabilidad externa, y Lessard opina que los acuerdos internacionales de estabilización de mercados requieren grados inusitados de cooperación internacional y, por lo demás, fuertes costos económicos. Lessard reconoce que la diversificación de exportaciones, en un nuevo modelo de “desarrollo hacia afuera”, puede ser una respuesta eficiente para muchas economías, pero que existe un grupo de ellas para las cuales puede ser relativamente poco eficiente en la medida que hayan ventajas comparativas muy notorias en algunos pocos rubros de exportación de productos primarios. En estos casos —y en cualquier rubro con dichas características— la estrategia que propone Lessard es la transferencia y distribución internacional de riesgos a través de los mercados financieros internacionales.

Estos mercados, ya sea a nivel nacional como a nivel internacional, cumplen dos funciones esenciales: una relacionada con la intermediación y asignación de recursos de ahorro e inversión, y la otra con la distribución de riesgos entre individuos o países para minimizar el efecto del riesgo sobre el nivel global de bienestar. En su esencia, el óptimo de Lessard es aquella distribución internacional (o individual) del riesgo que rinda el máximo retorno (bienestar) a la composición o portafolio nacional de activos y pasivos para un determinado nivel de riesgo alcanzable en los mercados financieros internacionales que transan combinaciones eficientes de riesgo y retornos. Los mecanismos prácticos que le permiten a una economía “exportar” (o “importar”) riesgo a cambio de una reducción (o aumento) del “retorno” al “portafolio” nacional, incluyen la inversión extranjera directa, inversiones de cartera, contratos a futuro, contratos

de precio fijo a largo plazo, y bonos indexados al precio del producto primario correspondiente.

Barandiarán enfoca una problemática muy parecida a la que plantea Lessard, vale decir, el caso de un país con fuertes ventajas comparativas en uno o pocos bienes primarios cuyos precios internacionales son inestables. Pero aquí el énfasis está en el manejo de activos con características de reservas financieras, más que en la distribución o "exportación" de riesgos mediante la creación y colocación de diversos instrumentos especiales en los mercados financieros internacionales. Entre los "activos" considerados en el modelo de Barandiarán está el propio recurso natural del producto primario en cuestión (p. ej., cobre), y la venta del mismo a futuro o en forma contingente. Integra a su análisis, a diferencia de Lessard, la estructura de intercambio internacional del bien de exportación, presentando un modelo matemático de optimización estocástica con una orientación teórica que hace un contraste muy estimulante a la metodología de Markowitz y Tobin utilizada por Lessard, que fundamentalmente es también un modelo de optimización estocástica. En lugar de una función objetivo que abarca explícitamente el riesgo, como es la de Lessard, la función objetivo de Barandiarán consiste en la maximización de la utilidad esperada del consumo de bienes importados durante una secuencia de períodos; y en lugar de una distribución aleatoria estable en el tiempo y determinado por sus dos primeros momentos, Barandiarán caracteriza la secuencia de períodos en términos de un proceso estocástico sencillo de dos estados discretos que permite una solución por medio de la programación dinámica. Concluye que la estrategia óptima es independiente, en circunstancias realistas, de la situación interna de la economía y del tipo de cambio.

La función que se le ha asignado tradicionalmente a los mercados financieros de ser primordialmente un mecanismo de asignación de ahorro-inversión era para Lessard secundario a su función de asignación de riesgos. También para Aliber, viendo el problema de los mercados financieros internacionales desde la otra perspectiva, se le ha otorgado históricamente una excesiva importancia a la transferencia real de recursos que implica la intermediación entre acreedores y deudores. Su inquietud se refiere a si los países en desarrollo se han sobre-endeudado durante los últimos años, o análogamente, si las instituciones acreedoras internacionales se han sobre-comprometido. Su tesis se resume en que ni el enfoque histórico —cuyo fundamento era la supuesta tendencia hacia la igualación internacional de las tasas de retorno al capital— ni el enfoque moderno basado en diversas relaciones o coeficientes financieros (p. ej., el coeficiente de servicio de la deuda) son adecuados para contestar a la inquietud planteada. Más bien de acuerdo a Aliber, deberá buscarse una respuesta por el lado de la teoría del costo de ajuste externo versus el costo de un nuevo endeudamiento, y en ese contexto puede no ser excesivo el extraordinario crecimiento de la deuda externa de los países en desarrollo, considerando el costo que hubiera significado un ajuste instantáneo a los cambios violentos en los precios relativos de la economía mundial. Aliber llega, incluso, a sugerir que la decisión de un país de postergar o suspender sus pagos de

servicio de deuda externa no debe considerarse como una disyuntiva “estructural”, sino que podría obedecer, del mismo modo que la decisión de endeudarse, a un cálculo económico del costo de ajuste versus el beneficio de mantener un determinado nivel de confianza externa.

La investigación que efectúa Hanson combina elementos reales y financieros de los mercados internacionales de capital en un modelo complejo de largo plazo de características neoclásicas convencionales, al cual se le superpone un comportamiento de corto plazo por el ciclo económico de los países avanzados.

El trabajo de Hanson, conjuntamente con los de Barandiarán y Guissarri, constituyen aportes de índole más técnico y matemático que los demás. El aporte de Hanson es particularmente complejo y ambicioso, tratándose de un intento de integrar ciclos reales y monetarios en los países avanzados como condicionantes de la inversión real, el endeudamiento externo, y los movimientos de reservas en las economías (pequeñas) de América Latina.

En su trabajo sobre la selección de un régimen cambiario óptimo Heller emplea, precisamente, el marco de análisis al cual apela Aliber en el contexto muy diferente del análisis de la distribución de activos y pasivos entre los países miembros del sistema financiero internacional. El enfoque de costo-beneficio sostiene que, por un lado, el principal beneficio de tipos de cambio fijos se refiere a la atractividad relativa de la moneda nacional. En economías relativamente cerradas, será mayor esa atractividad con tipos de cambio libres, mientras va disminuyendo el beneficio de un tipo de cambio flexible en la medida que sea más abierta la economía. Al mismo tiempo, el principal costo de un tipo de cambio flexible, en la medida que sea más libre, es la pérdida de un instrumento de control macroeconómico/monetario que permita lograr simultáneamente equilibrio interno y externo. Heller utiliza una metodología de divulgación reciente entre economistas de “análisis discriminante” para clasificar a 79 países por sus regímenes cambiarios en relación a los elementos que han configurado, en la literatura técnica sobre la materia, los costos y beneficios de regímenes alternativos. De sus investigaciones se concluye que el análisis discriminante es una metodología eficaz en la identificación de bases empíricas para eventualmente determinar el régimen cambiario óptimo para una determinada economía, sobre un fundamento de cuáles son las características más importantes en la configuración de costos y beneficios de cada régimen.

No sería completa esta introducción sin un reconocimiento a todas las personas e instituciones que aportaron a la realización de un simposio tan ambicioso y de tanta envergadura técnica e internacional como fue la Conferencia sobre Política Financiera Externa. La Conferencia fue copatrocinada y generosamente financiada por el Banco Central de Chile y la Organización de Estados Americanos. Recibió apoyo financiero, directo o indirecto, de la Colocadora Nacional de Valores y del Banco de Concepción, ambos de Chile, y —mediante el patrocinio de múltiples expositores y participantes— del Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo, AID

y Departamento del Tesoro de EE. UU., e innumerables instituciones gubernamentales, académicas y financieras. Cabe destacar, en especial, la dedicación y apoyo del Instituto de Economía de la Universidad Católica de Chile, y también de su Director Juan Ignacio Varas y de la Profesora Srta. Pilar Rozas.

El Banco Central de Chile aportó además de un generoso financiamiento directo, un apoyo moral, administrativo y logístico sin el cual hubiera sido imposible la realización de la Conferencia. Sería imposible nombrar a todas las personas que merecen ser destacadas en esa distinguida institución copatrocinadora, por su interés y apoyo a la organización de la Conferencia. Deseo, sin embargo, agradecer en forma especial el apoyo continuo y generoso de Sergio de la Cuadra, Vicepresidente del Banco Central.

Los copatrocinadores de la Conferencia desean extender sus agradecimientos a la CEPAL y a su Secretario Ejecutivo, el Dr. Enrique Iglesias, por el aporte de la sede de la Conferencia.

Es también necesario destacar el interés del Comité Editorial de *Cuadernos de Economía*, cuya colaboración y dedicación ha significado que pueda conocerse rápidamente, en amplios círculos profesionales dentro y fuera de Chile, una selección inicial de los trabajos presentados a la Conferencia.

Finalmente, serían incompletos estos reconocimientos sin un especial agradecimiento a la Srta. Sylvia Contreras que, probablemente, más que ninguna otra persona ha cargado con dedicación y energía las múltiples tareas, preocupaciones, emergencias y problemas de organizar la Conferencia.