Cuadernos de Economía, Año 28, Nº 83, pp. 95-108 (Abril 1991)

NOTAS SOBRE EL MANEJO MONETARIO

Daniel Tapia de la Puente*

Las cuestiones monetarias han sido probablemente tema de análisis desde que se creó la moneda, como igualmente lo relativo a los Bancos Centrales y al manejo monetario. Resulta, por ello, casi un ejercicio esperado que al recorrer opiniones de diversas épocas y latitudes se encuentre que los problemas que se han planteado, así como las soluciones, se repiten o se ponen de actualidad.

En nuestro país, los desarrollos prácticos y del pensamiento en esta materia no han sido ajenos a esta misma evolución.

En el breve análisis siguiente, relativo a las experiencias de manejo monetario en los últimos 15 años, se comentarán algunos tópicos que se estiman de interés. Ello no significa que no haya otros aspectos igual o más relevantes, y, ciertamente, los puntos tratados requieren un desarrollo mucho más extenso que este simple esbozo.

Una primera consideración es que la experiencia económica del período 1970-1973, exacerbando tendencias de décadas, dejó al sistema monetario en un estado inapropiado para realizar algún tipo de política monetaria. Es por ello que el primer punto será la necesidad de reconstrucción de un marco monetario adecuado. Un segundo punto es el relativo a la tarea de dotar al Banco Central de instrumentos eficientes para el manejo monetario, dado el nuevo marco. Un tercer aspecto que se comentará brevemente es el efecto que sobre el manejo monetario tuvieran las dos crisis económicas del período. Como cuarto punto se hará referencia a la orientación que tuvo el manejo monetario a lo largo de estos años. Un quinto comentario se relaciona al complejo caso de los capitales externos. Finalmente, se harán algunas consideraciones sobre algunas materias de especial debate, cual es la esencia de un Banco Central.

Se ha omitido comentar respecto a la política cambiaria, la supervisión bancaria y otros temas que también han tenido incidencia en el manejo monetario de estos años, aceptándolos como datos. Se podrá argumentar con razón que éstos también pertenecen al manejo monetario, pero en beneficio de la extensión, el punto central de la atención será el relativo al manejo crediticio y las tasas de interés, y consideraciones respecto a otros puntos.

1. Construcción de un Sistema Monetario

Es un prerrequisito lógico que para que tenga sentido un cierto manejo monetario se debe tener un campo de acción monetario. Ello implica dar a la moneda sus características esenciales: que tenga poder liberatorio sobre bienes y servicios. También significa que

* Ingeniero Comercial, U. de Chile; M.A. Ph. D (c), U. de Chicago. Decano de Ingeniería Comercial, Universidad Finis Terrae.

los agentes participantes en este sistema, los intermediarios financieros, por un lado, y el resto de los agentes económicos, por otro, puedan tomar libremente sus decisiones, pues ello es lo que dará efectividad al circuito.

El primer objetivo se logró con el decreto de la libertad de precios. Se podrá argumentar que no es necesaria una libertad de todos los precios para que una economía sea esencialmente monetaria. Es cierto. Pero es, sin duda, en un marco en que todos los bienes y servicios pueden tener una expresión monetaria de mercado, y no fijada por la autoridad, donde el dinero es más "dinero". En todo caso el paso tomado en 1973 de decretar la libertad total de precios cambió esencialmente una economía en la que la mayoría estaban fijados irrealmente fuera de su valor de mercado, y en la cual, por lo tanto, la moneda circulante no tenía expresión real con su capacidad de compra.

Esta medida, no estrictamente ligada a la autoridad monetaria, se constituyó, en consecuencia, en un primer paso necesario para la restitución de una economía monetaria.

El segundo paso está vinculado a la creación de una red eficiente para la circulación de los flujos en esta economía monetaria.

Hacia 1973 estaba estatizado el 87,7% de la banca comercial, la que, como sistema, constituye una especie de red de distribución a través de la cual se manifiestan las acciones del Banco Central. El carácter estatal no significaría *per se* que este sistema no pudiera constituir un colaborador razonable del Banco Central. Tampoco uno de carácter privado es eficiente cuando, por ejemplo, se acompaña de tasas de interés fijadas y del crédito asignado, directa o indirectamente, a través del Banco Central, quedando el sistema en forma objetiva altamente distorsionado.

La tendencia a fijar administrativamente las tasas de interés por parte de la autoridad aparece con el propósito de asegurar un costo "razonable" al crédito cuando, por alguna razón, éste se ha hecho escaso. Un caso común para su escasez es la existencia de un sector público desfinanciado, que reduce el crédito disponible para el sector privado. Este no fue el caso de Chile en los últimos años, pero sí lo fue con anterioridad. La fijación de la tasa de interés tiene consecuencias indeseables: disminuye el ahorro financiero, con lo cual hace aún más escaso el crédito, y, por consiguiente, más irreal la tasa fijada. Al hacer escaso el crédito, parece atractivo racionarlo, lo que da nacimiento a créditos selectivos, a tasas de interés no sólo fijadas, sino diferenciadas y a la exclusión del crédito para diversas actividades no prioritarias a juicio de la autoridad.

Este sistema, que imperaba en Chile y que se fue plasmando a través de muchos años, también había alcanzado su mayor desarrollo a comienzos de los años setenta. Aún el año 1975 el Banco Central mantenía más de 40 líneas de crédito selectivas, distintas a los bancos comerciales, Banco del Estado, Fisco, agencias descentralizadas, empresas públicas y sector privado. El Banco Central mantenía refinanciamientos a los bancos comerciales equivalentes al 49% del total de las colocaciones de éstos. Es decir, la banca continuaba siendo virtualmente estatal.

Es por ello que hay tres pasos que resultan fundamentales para la constitución de un campo apropiado para una política monetaria de mercado: la privatización de los bancos, la liberación de las tasas de interés, y la instauración de un sistema "honesto" de encaje, según el cual los bancos presten en proporción a los recursos captados del público.

¿Es necesaria la desestatización de la banca –desde el punto de vista estrictamente monetario– para que las políticas del Banco Central sean efectivas? Es difícil ser enfático al respecto, pero es claro que los objetivos y las posibilidades de presión política son distintos para un administrador del sector público que para uno privado. Hay, por lo menos, una experiencia concreta con el Banco del Estado, que, por largos períodos, de-

bilitó fuertemente la política que intentaba aplicar el Banco Central, al excederse en el crédito, quedar en incumplimiento de encaje y solicitar posteriormente financiamiento al Banco Central.

No fue, en cambio, el caso en el período más reciente, en el que significó una ayuda para la política del Banco Central, pero en todo caso ésta es una situación cuyo resultado depende de la relación Banco Central-gobierno, así como de las autoridades a cargo de cada una de las entidades.

Hay, en consecuencia, argumentos para, al menos, cuestionar la eficacia relativa de un sistema de transmisión estatal para una política monetaria que opera en un sistema de mercado.

La liberación de tasas de interés, en todo caso, ha probado ser una condición necesaria para la expansión del ahorro financiero y la profundización del mercado, requisito necesario para que el Banco Central pueda hacer uso de mecanismos de mercado para llevar a cabo su política. Ello, al margen de las ventajas de asignación de recursos de las tasas de interés libres.

En el mismo nivel de ordenamiento financiero para permitir la correcta valorización de los flujos financieros se puede situar la extensión de los mecanismos de reajustabilidad a todas las operaciones de crédito de dinero, a través de la Unidad de Fomento, y su reajustabilidad diaria en función del índice de precios al consumidor.

El tercer paso, la instauración de un sistema de encaje efectivo, tomó forma a través de varios años mediante sucesivas rebajas de la tasa de encaje hasta llegar a los mínimos legales, en la medida que la expansión del crédito así determinada era posible. Basta recordar que las tasas de encaje iniciales al instaurar el sistema "honesto" de encaje en mayo de 1976, eran de 85% por depósitos a la vista y 55% por depósitos a plazo y se redujeron paulatinamente, llegando en 1979 a 10% y 4%, respectivamente. Hay que recordar que al comenzar el sistema las tasas mensuales de inflación superaban el 10%, lo que, unido a la exigencia de encaje, encarecía excesivamente la intermediación. Es por ello que, casi en forma simultánea, se procedió a pagar interés por el encaje, para reducir el costo de intermediación.

Junto con instaurar el sistema de encaje "honesto", el Banco Central se fue retirando paulatinamente de los mecanismos de refinanciación selectivos de que disponía. Los últimos de este carácter fueron los financiamientos al sector agrícola, de los cuales fue difícil desprenderse dada la desconfianza que existía en que el sistema bancario reprivatizado y de incipiente solvencia estuviera dispuesto a financiar esta riesgosa actividad.

Un carácter similar tuvo el refinanciamiento que por los tres años iniciales otorgó el Banco Central al sistema de financiamiento de vivienda al instaurar el sistema de letras de crédito en octubre de 1977, en un intento de crear un mercado que no existía, y mediante instrumentos que no tenían precedentes similares desde hacía muchos años. Cabe recordar que la emisión de bonos de largo plazo, pese a llegar a conformar un amplísimo mercado en el primer tercio del siglo, había sido borrada de la historia por la aceleración de la inflación. Sólo la instauración de mecanismos de reajustabilidad logró revivirlas.

No significó ir contra la política de reducir la injerencia del Banco Central la participación en refinanciamientos de recursos provenientes de organismos internacionales para objetivos específicos. Estos, en la práctica, correspondieron a financiamientos de balanza de pagos, cuyo otorgamiento era condicionado al financiamiento de algún sector y, frecuentemente, exigían un aporte local equivalente. Este requerimiento reducía el atractivo de estos créditos, pues bajo la presión de un necesario financiamiento para la balanza de pagos se amenazaba la estabilidad monetaria.

En orden de construcción de un sistema monetario de mercado los hitos señalados pueden ser individualizados entre los más relevantes, pero no son por ello los únicos.

En este campo cabría toda la normativa legal destinada a regular un mercado de capitales más eficiente, tanto aquella que se refiere a las instituciones, como a los instrumentos y las operaciones, normativa que se ha dado a lo largo del tiempo.

2. Instrumentos para el Banco Central

La segunda tarea es entregar al Banco Central la posibilidad de realizar su política en el ambiente de mercado. Hay que considerar que la gran experiencia disponible a la sazón en el Banco Central estaba dentro del marco de una economía altamente controlada. El Banco Central, como autoridad monetaria, desde hacía décadas ejecutaba su política básicamente por la vía normativa y operaba por controles de cantidad y no en un mercado competitivo vía precios. Los márgenes cuantitativos de expansión del crédito, las líneas especiales de refinanciamiento, son ejemplos de esta forma de operar. Bajo tal esquema, las exigencias de encaje resultaban redundantes, pues el control cuantitativo de la expansión hacía que las posibilidades de otorgamiento de crédito dado por las tasas de encaje vigentes no pudieran colmarse. Los bancos eran parte del sistema de colección tributaria para el gobierno, por la vía del impuesto inflación.

Bajo este esquema no era fácil que el sistema tuviera períodos de iliquidez, pues los bancos poseían recursos de sobra.

El establecimiento de un sistema de encaje que operaba limpiamente a partir de 1976 hizo aparecer problemas nuevos al manejo tanto de los bancos como del Banco Central.

Un ejemplo de ello es el representado por los días de pago de impuestos, como el impuesto al valor agregado, cuando los tributos enterados mensualmente en los bancos fluyen a la Cuenta Unica Fiscal, fenómeno que aún subsiste.

Ello era magnificado inicialmente por el hecho de que la Cuenta Unica Fiscal tuvo mucho tiempo un 100% de encaje, por lo cual efectivamente el dinero desaparecía del circuito. La igualación de las tasas de encaje de los bancos comerciales y de la Cuenta Unica Fiscal aminoró el problema, pero no lo eliminó, pues aún se precisaba una actitud estabilizadora del Banco del Estado financiando a los bancos en ese momento, para producir una perfecta neutralidad. En su defecto, se requería la acción del Banco Central.

No sólo ése fue el problema de los pagos de impuestos en la Cuenta Unica Fiscal. Todas las empresas públicas, agencias gubernamentales, municipalidades y demás entes públicos estaban obligados a mantener sus recursos en la Cuenta Unica Fiscal, institucionalidad creada para ordenar los flujos de recursos públicos. La antigüedad de tal disposición (1960), que es totalmente incompatible con un funcionamiento fluido de un sistema monetario de mercado como el descrito, indica lo antiguo de las distorsiones existentes.

También en el tiempo se autorizó a las entidades públicas a depositar sus recursos en cualquier institución financiera como elemento de creación de un sistema eficiente.

Las situaciones descritas son ejemplos aislados de los problemas por corregir. Pero, lo más importante, es que en el nuevo sistema el Banco Central debía disponer de formas de intervención a la altura del sistema que se estaba creando.

¿Qué formas de intervención se crearon?

Básicamente tres, las que subsisten hasta hoy.

La primera, un sistema de préstamos de urgencia o de liquidez, préstamos a corto plazo, que el uso o la experiencia fue determinando en términos de su extensión. Este tipo de crédito temporal reconocía la existencia de problemas coyunturales de difícil previsión, ante los cuales el sistema sólo podía recurrir al Banco Central.

La segunda consistió en el diseño de un mecanismo automático de liquidez, también denominado incorrectamente como "redescuento", mediante el cual los bancos pudieran recurrir transitoriamente dentro del mes para cubrir déficit de caja o de encaje. Este entregaba al sistema la responsabilidad de determinar los momentos del mes en el cual, mediante este préstamo automático y limitado, de acuerdo al tamaño del encaje necesario, daría satisfacción a sus necesidades.

El sistema no se concibió como un mecanismo cuyo uso fuera mal visto, como lo es en Estados Unidos, sino como un apoyo para traslados temporales de liquidez, cuyo costo debiera ser similar al del mercado para estimular su uso sólo con el objetivo con que fue creado. Un sistema a tasa privilegiada y sin sanción moral por su uso pasa a ser empleado a su límite para aprovechar su beneficio pecuniario, y se pierde el objetivo buscado.

El buen uso del sistema así definido tendería a lograr un mercado fluido, sin alteraciones bruscas de liquidez.

La tercera forma de intervención consistió en dar inicio a un sistema de operaciones de mercado abierto, mediante el cual el Banco Central pudiera entregar o retirar liquidez del mercado, con instrumentos que competirían en igualdad de condiciones con los demás títulos del mercado, a las tasas de interés vigentes.

Este sistema partió inicialmente con Pagarés de la Tesorería General de la República, pero en 1980, tras la prohibición al Banco Central de prestar dinero al gobierno, directa o indirectamente, se sustituyó por Pagarés del Banco Central.

Por primera vez el Banco Central tuvo, de ese modo, una ventanilla en el mercado, creando una mesa de dinero para transar con el sistema bancario, y desarrollando los sistemas de licitación y custodia necesarios.

Más de diez años de experiencia en el manejo de estos instrumentos constituyen un importante activo, pero la forma en que se usen dependerá de la orientación que tenga la política monetaria.

3. Las Crisis Externas

Chile experimentó dos crisis externas en los últimos veinte años. La de 1975, cuando la caída del precio del cobre al 50% en pocos meses afectó intensamente y en forma localizada a nuestro país, y la de 1982, cuando el cierre de los mercados internacionales de capitales para los países en desarrollo agudizó una recesión en marcha. ¿Qué efectos tuvieron estas crisis en el manejo monetario?

La primera incidió poco en este aspecto, salvo agregar un nuevo escollo al intento de estabilización en curso, dada la necesidad de elevar el tipo de cambio. A esas alturas el proceso de conformación de una economía monetaria de mercado bajo los cánones descritos anteriormente estaba sólo en sus inicios. El sector monetario era pequeño, dado el alto nivel de inflación; el volumen de crédito era bajo, las empresas estaban comenzando a reactivarse y tenían escasamente deuda, y los bancos eran aún altamente dependientes del Banco Central. No hubo, en consecuencia, mayores repercusiones secundarias para el manejo monetario.

La crisis de 1982, en cambio, significó para el Banco Central pasar a desempeñar un papel activísimo, cuya incidencia debe perdurar por muchos años.

Ante tal emergencia, el Banco Central como ejecutor de políticas del gobierno y para lograr la normalización de la actividad productiva, emprendió labores de rescate de los deudores y tomó medidas para permitir la continuación del giro de los bancos.

Los deudores tuvieron básicamente dos tipos de ayuda: la extensión de plazos de sus deudas y unificación del costo del crédito, en lo que fueron las líneas de reprogramación de deudores, y el subsidio del dólar preferencial, para ayudarlos a financiar parte del costo de las devaluaciones posteriores a junio de 1982.

Estas operaciones significan emitir pagarés del Banco Central por montos de US$ 3.300 MM y US$ 2.550 MM, respectivamente, a plazos de entre 3 y 15 años, cifras que, sumadas, representaban aproximadamente un 25% del PGB.

En el caso de la ayuda a los bancos –no a los accionistas de los bancos– el procedimiento escogido fue la compra de cartera vencida, la que tuvo varias etapas. En total, significó emitir pagarés por el equivalente a unos US$ 600 MM.

De más está decir que las operaciones resultaron exitosas en restablecer la normalidad en el sistema, dada la experiencia posterior.

La otra emisión masiva de pagarés del Banco Central ha sido la ligada a las operaciones de conversión de deuda externa en capital, que ha significado emitir el equivalente a US$ 1.330 MM en títulos entre 6 y 15 años.

De los instrumentos mencionados sólo han tenido circulación en el mercado los ligados al dólar preferencial y los de conversión de deuda, permaneciendo los demás en la cartera de los bancos.

La incidencia monetaria de estos pagarés está vinculada a su efecto en las tasas de interés y en el uso que circunstancialmente se le ha dado como instrumento de intervención, cuando el Banco Central durante parte de 1986 y de 1987 recompró pagarés del dólar preferencial a tasa predeterminada, con el objeto de manejar las tasas de interés del mercado.

4. El Manejo de los Instrumentos

Lo hasta ahora expuesto sólo se refiere al establecimiento de un medio propicio para el manejo monetario, a través de la creación del mercado y los instrumentos necesarios para intervenir.

Obviamente ello es distinto a la forma en que se utilizan dichos instrumentos. Su existencia abre un gran número de alternativas, sobre las cuales deben tomarse decisiones para obtener un uso efectivo.

¿A qué se refiere lo anterior?

Por ejemplo, si se refiere a la forma de conducir las operaciones de mercado abierto: ¿Se deben emitir títulos de corto, mediano, o largo plazo? ¿No reajustables o reajustables? ¿Se debe licitar la colocación de los mismos, fijando la cantidad y dejando que el mercado determine el precio? Si ése es el caso, ¿a qué precio cortar? ¿Se ofrecerá un monto ilimitado a una tasa predeterminada, y dejar que el mercado determine el monto? ¿Cómo determinar el perfil de tasas de los títulos, según su plazo, si no hay licitación? ¿Se efectuarán compras temporales de títulos, es decir, compra con pactos de retroventa?

Hay, en fin, una gran variedad de interrogantes técnicas en cuanto a las modalidades de intervención, las que no son indiferentes a la visión que se tenga de la forma de hacer política monetaria, a los efectos que ella producirá y al papel que tendrá el Banco Central.

A grueso modo, se puede afirmar que una política orientada a fijarse más en la cantidad de dinero optará más bien por determinar el monto por licitar y dejar que las tasas de interés las determine el mercado. Asimismo, esta política será activa en opera-

ciones de compra y ventas de corto plazo, pactos y otras operaciones. Su mesa de dinero tendrá un carácter similar a las mesas de dinero del mercado.

Al contrario, si la política pretende orientar –manejar– las tasas de interés, preferirá ofrecer comprar o vender montos ilimitados a tasas prefijadas. En este caso la mesa de dinero tendrá un carácter más pasivo. Su interrelación con el mercado será más informativa, pero no sobre la base de transacciones propias, sino de terceros.

Pese a este fundamental carácter diferenciador, sin embargo, que no es indiferente a la concepción que se tiene del efecto de la cantidad de dinero versus el de las tasas de interés, hay un elemento común: las decisiones que se adopten siempre se realizan sobre la base de la mejor información disponible y las mejores estimaciones del futuro. Invariablemente, sin embargo, hay un elemento de incertidumbre –pequeño o grande– que hace descansar el resultado de la acción tomada en el criterio y experiencia del ejecutor de la política.

En el caso de una expansión del crédito, para enfrentar un transitorio problema de encaje, es fácil determinar el monto de liquidez que satisfará las necesidades de encaje para el período en cuestión. Lo que no es tan claro es si tal liquidez debe ser necesariamente suministrada por el Banco Central, o si se puede contar con recursos provenientes de otras fuentes como complemento. Tampoco es claro el efecto que en el mediano plazo producirá la acción del Banco Central.

A riesgo de simplificar en exceso, en los últimos años, en cuanto a la orientación que tuvo la política monetaria, se pueden someramente distinguir las siguientes modalidades:

Período 1974-1979: En este lapso, crecientemente el Banco Central tuvo posibilidades de realizar política monetaria activa, por ser el período en el cual se estuvo construyendo el medio monetario y dotando de instrumentos al Banco Central. Asimismo, el sector público, que a principios del período era, en gran medida, responsable del aumento del crédito –vía gobierno central, empresas públicas y CORFO–, comenzó a reducir sus demandas de crédito, dando espacio al Banco Central.

¿Qué orientación tuvo esta política? Tendió a aceptar las tasas de interés resultantes, tratando de evitar la intervención de corto plazo. Es fácil comprender que la liberación de tasas de interés era un fenómeno reciente, y había cierta resistencia a emplear instrumentos que se confundieran con una vuelta a la fijación de tasas de interés. A pesar de ello hubo intervenciones cuando fue ineludible, vía licitación de préstamos de urgencia, al comienzo, para después emplear también las operaciones de mercado abierto. En este período fue, en cambio, activo el otorgamiento de expansión crediticia de mediano plazo, a través de las bajas en las tasas de encaje cuando el programa monetario, y principalmente con el aporte del ahorro fiscal, lo toleraba. En este período la tasa de inflación bajó de 350% a 30% anual, por lo cual los aumentos de demanda de dinero, en todas sus acepciones, fueron permanentemente de difícil estimación, en especial en presencia de la creación del drástico vuelco de carácter del mercado financiero, que lo hacía poco comparable al de períodos anteriores.

En el período 1979-1982 se fijó el tipo de cambio, y hubo una apertura absoluta al ingreso de capitales a más de dos años, los que estaban disponibles en abundancia. En ese período la política monetaria no pudo ser más que pasiva, con escasas probabilidades de compensación ante los ingresos de capital, y sin posibilidad práctica de afectar la norma una vez dispuesta la apertura. Conceptualmente, bajo tipo de cambio fijo no hay política monetaria, quedando la cantidad de dinero entregada a la balanza de pagos. Cabe recordar, sin embargo, que no había tal fluidez en la cuenta de capitales como para una operación de texto. En período de altas tasas de interés, como el anterior, si bien declinantes, la expansión crediticia del sistema era, sin embargo, básicamente deter-

minada por el ingreso de capitales. El Banco Central no renunció a cierta intervención de corto plazo, dada la inexistencia de fuentes alternativas de financiamiento corto.

En el período 1983-1989 el Banco Central comenzó a tener un papel más activo que en los períodos anteriores. Los hechos económicos lo impulsaron, en gran medida, a elllo, al convertirse en importante protagonista por los programas creados para superar la crisis de 1982, que estaban bajo su control.

El problema del nivel de las tasas de interés, vigente desde su liberación, se enfrentó en este lapso temporalmente a través de la "tasa sugerida" de captación. La sugerencia pasó de moda por sí sola cuando, con posterioridad, las condiciones de mercado llevaron el nivel general de tasas a niveles aceptables, y más bajas aún.

En el subperíodo 1985-1989 el Banco Central adoptó una política activa de apuntar a un nivel de tasa de interés.

Al inicio del período realizó la fijación de tasas a través de la compra anticipada de sus instrumentos, como los referidos pagarés del dólar preferencial, a una tasa dada, expandiendo, de ese modo, la liquidez mientras fue posible de acuerdo al programa monetario. Se podría decir que fue una política activa, que buscaba poner un techo a la tasa de interés. Posteriormente, y cuando las tasas del mercado bajaron lo suficiente, las orientó fijando la tasa de interés de sus instrumentos y vendiendo en forma ilimitada, de acuerdo a la demanda. En este sentido, puso un piso a la tasa de interés.

En este período hubo mucha mayor estabilidad de tasas que en períodos anteriores. El nivel muestra un descenso hasta 1987, para posteriormente subir sostenidamente, a pesar de los esfuerzos del Banco Central por detenerlo.

¿Qué se puede decir de la efectividad de las políticas aplicadas? Depende de los parámetros que se empleen para juzgarlas.

Si se observa el nivel y variabilidad de tasas de interés, el último período aparece como más efectivo, pues es notoriamente más estable y a niveles razonables que en los períodos anteriores.

Hay una gran cantidad de análisis destinados a explicar el alto nivel que tuvieron las tasas de interés entre 1975 y 1983, pudiendo quizá concluir que ante la cantidad de efectos presentes fuera de su lugar, cualquier política seguida por el Banco Central habría sido ineficaz para estabilizar las tasas de interés a un nivel adecuado. Entre los factores más mencionados están el carácter de la supervisión bancaria, insuficientemente preocupada de la calidad de los activos de las instituciones financieras y de los créditos relacionados; las modalidades de reprivatización de empresas CORFO; la percepción de la existencia implícita de un seguro estatal a los depósitos; la abundancia de capitales externos; las perspectivas de una economía de altas tasas de crecimiento; la inexperiencia de los agentes económicos al subestimar el efecto de altas tasas de interés y algunos más.

Lo que distingue al período 1985-1990 es que, salvo las altas expectativas de crecimiento, que aún permanecían, todos los demás factores habían sido corregidos, con el agregado favorable que el sistema de Fondos de Pensiones estaba operando a plena escala, dando una base de ahorro de largo plazo muy conveniente para la profundidad del mercado. Adicionalmente, los salarios reales no crecieron durante gran parte del período, si bien el empleo sí lo hizo, y el tipo de cambio real estuvo en altos niveles: ambos factores significaban mantener una demanda interna moderada. En la práctica, hacia fines del período, las tasas de interés comenzaron a subir contra la voluntad del Banco Central y su aparente éxito estabilizador, presumiblemente porque estos dos últimos factores, los salarios reales y el tipo de cambio real, tuvieron tendencias desfavorables para la estabilidad de la tasa de interés, subiendo los primeros y bajando el segundo.

De ambas experiencias es posible recoger que se ha producido un conocimiento que no es nuevo, pues, en el fondo, reproduce las mismas políticas normativas y focos de atención que han desarrollado las economías de mercado más avanzadas en su tratamiento de los problemas de tasas de interés e inflación. Es muy importante la supervisión bancaria, una concordancia con los salarios y el tipo de cambio, y la colaboración de la política fiscal. Afortunadamente, durante casi todo el período en cuestión el sector público fue un agente colaborador, ayudando al manejo monetario a través de un ahorro neto en moneda nacional.

Habiendo alcanzado a estas alturas un nivel adecuado de sofisticación en la cantidad y calidad de instrumentos disponibles, así como en la normativa complementaria relevante, y con la experiencia recogida de quince años de tasas de interés libres, pareciera que el peso del éxito del manejo monetario y crediticio futuro deberá ponerse más que antes en la calidad del manejo por realizar, junto con la colaboración que haga el sector fiscal. Se hace así relevante el conjunto de interrogantes planteadas al comienzo de esta sección, en cuanto a la forma de conducir la política monetaria. ¿Cómo se debe conducir? Por definición, dependerá de las características del trayecto que se esté recorriendo, vale decir, se hace momento a momento.

Quizás es posible hacer observaciones, en términos generales, por ejemplo que es conveniente que el Banco Central observe criterios de manejo que tiendan a proteger y acrecentar su patrimonio, como lo realizaría cualquier agente económico, pues ello le permitirá realizar en forma más adecuada su función de estabilización. Un Banco Central deficitario es una fuente segura de inflación, y si pierde dinero en sus operaciones va camino al déficit. Descartando el uso inapropiado a través del aprovechamiento de su carácter monopólico para maximizar sus utilidades, hay operaciones que honestamente podría realizar con ese objetivo.

¿Buscaría un agente económico deshacerse de deuda barata de largo plazo, y contraer deuda cara de largo plazo?

Sin duda que no. Sin embargo, el Banco Central, durante los años 1986 y 1987 ejecutó su política monetaria recomprando anticipadamente Pagarés del Dólar Preferencial, emitidos a tasas del 3% y 6%. Y en 1990 intento ejecutar su política crediticia vendiendo pagarés a 10 años al 9,7%.

¿Daría un agente económico una rentabilidad excesiva, fuera de mercado, a los títulos que emite? Nuevamente la respuesta es no. Sin embargo el Banco Central, durante la mayor parte del período 1983-1990, aseguró una rentabilidad excesiva a las operaciones de compra de divisas con retroventa, o *swap*.

La operación *swap* comenzó a fines de 1982, en un momento de inminente crisis de balanza de pagos, e inicialmente pudo justificar una alta rentabilidad para lograr atraer divisas, en consideración al alto riesgo que percibían los agentes económicos. La normalización de la balanza de pagos, sin embargo, habría requerido mucho mayor rapidez para ajustar tales rentabilidades que lo observado. Ello provocó costos innecesarios al Banco Central. En el más reciente pasado, el primer trimestre de 1990, estas operaciones anularon, en gran medida, el esfuerzo contractivo del instituto emisor, obligándolo a emitir un monto excesivo de pagarés a diez años a tasa alta de interés, el instrumento de intevención por el que se optó en el momento.

En la determinación de la modalidad de intervención es básico anticipar cuál será la reacción de los agentes económicos a las medidas adoptadas, pues ello determinará el resultado. Nuevamente, refiriéndose a una intervención desafortunada de los últimos tiempos, el intento de restricción crediticia que emitía papeles a 10 años, que rentaban cerca de dos puntos más que las comparables del mercado adicionalmente al efecto de los *swap*, tuvo el efecto inesperado de subir por un trimestre las tasas de instrumentos

hasta un año a niveles de 16% a 18% real, pues sólo esas tasas eran para el mercado una alternativa comparable. Ello produjo efectos altamente negativos sobre los patrimonios, la actividad y las expectativas.

Los ejemplos anteriores ilustran la relevancia que tienen las medidas que adopte o no adopte el Banco Central y por qué, admitiendo la posibilidad de error, es preciso minimizar ese riesgo a través de la mantención de un equipo técnico y directivo de alto nivel y con una estabilidad que permita conservar la memoria de la autoridad monetaria.

Es igualmente importante someter a la autoridad monetaria a un examen anual de su gestión, en el que dé cuenta de los resultados obtenidos en el cumplimiento de sus objetivos. Para un Banco Central independiente puede ser también la ocasión de emitir su opinión sobre la gestión económica del gobierno.

5. Una Política para los Capitales Externos

Otra materia relevante, que incide tanto en la posibilidad de lograr los objetivos recién definidos, como el control sobre sus activos futuros, es la relativa al tratamiento de los flujos de capital externos.

En el contexto mundial de economías que cada vez están más integradas, en que se ha entregado a los mercados más que a las autoridades las determinaciones de los flujos y los precios, parece casi anacrónico analizar el tema. Sin duda, sería deseable tener una actitud liberal en esta materia, y los argumentos para adoptar políticas más moderadas no parecen convincentes. Hay que considerar, sin embargo, que las economías pequeñas son fácilmente desajustadas en virtud de su pequeñez, pues cualquier flujo mediano representa altos porcentajes de sus variables macroeconómicas: exportaciones, reservas, producto, dinero, u otro. En ese sentido las economías grandes tienen una mayor protección natural respecto a la desestabilización.

Hay experiencias de países medianos, como Nueva Zelandia, para quienes la apertura representó un significativo aumento de endeudamiento externo, introduciendo nuevos problemas al manejo económico. El análisis casuístico probablemente avale tanto una apertura completa como una mayor restricción, pues en cualquier caso en que se hayan producido problemas seguramente será posible encontrar algún instrumento o variable inconvenientemente aplicado, que ha sido el origen de eventuales problemas. Es probable, en este sentido, que una mayor apertura desnude cualquier deficiencia en el manejo económico, magnificándolo.

Hay muchos factores que son afectados por la política que se adopte respecto a los flujos de capitales.

El crédito externo representa la posibilidad de crear crédito interno por parte de los bancos. En esta medida debiera interesar al Banco Central, pues podría tener que responder por los pasivos de aquellos, si falla la calidad de sus activos.

En segundo lugar, el crédito externo afecta la disponibilidad de moneda extranjera y, por lo tanto, a la balanza de pagos, y eventualmente la creación de dinero o el tipo de cambio, ambos efectos que tienen incidencia en los objetivos del Banco Central.

Los motivos anteriores explican que, con frecuencia, la respuesta de la autoridad ha sido tratar de controlar los flujos para que estén encuadrados dentro del programa monetario.

La experiencia en el período que comento muestra cuál ha sido el enfoque adoptado en esta materia. Se podría observar que entre 1977 y 1979 hubo intento de monitorear

los flujos externos, para adecuarlos a la expansión posible. Antes de 1977 ello no era necesario porque el país no era sujeto de crédito.

La liberación de los flujos en 1979 dejó a la política monetaria con escasa defensa ante los mismos, bajo la voluntad de los acreedores, hasta 1982, en que se cerraron los mercados externos voluntarios. Hubo precaución de no autorizar ingresos por menos de dos años para evitar los capitales de corto plazo, estimulando que entrara a más de cinco años y medio por la vía de pedir un encaje para los plazos intermedios.

Se ha mencionado que un problema de tal apertura fue que al evitar los plazos de menos de dos años sólo significó una apertura en el sentido del ingreso, no admitiendo la salida, y que ello habría colaborado al problema de la crisis de la deuda. En realidad, si se admite una perfecta racionalidad por parte de los acreedores, la asimetría no habría sido tan distorsionadora pues éstos habrían regulado sus flujos de oferta en el tiempo para no sobreendeudar la economía y así maximizar su posibilidad de repago. Si no se admite tal racionalidad, se cuestiona bastante la conveniencia de la apertura total, pues hace depender el resultado económico de agentes que no toman decisiones racionales. En todo caso, el perfil de la deuda externa que resultó de las regulaciones al ingreso de capitales fue muy conveniente al momento de renegociar la deuda externa en 1983 y años siguientes.

Desde 1982 hasta 1989 no hubo problemas de flujos masivos desestabilizadores de capitales, dada la actitud cautelosa de los mercados internacionales.

La especie de protección natural que tal actitud produjo no significó, sin embargo, una invulnerabilidad al ingreso excesivo de capitales, como se demostró el primer trimestre de 1990. En ese momento, la conjunción de un seguro de tipo de cambio dado por el Banco Central, sin un costo adecuado y altísimas tasas de interés internas, se constituyó en una combinación irresistible para los capitales de corto plazo.

En la actualidad se avanza aceleradamente hacia la liberación cambiaria. ¿Significa ello en la práctica una apertura total a los flujos de capital externo? Hasta ahora no tanto, pues el gran mercado de divisas del comercio exterior continúa en un carácter regulado. Además, después de la ya mencionada crisis mundial de la deuda externa de 1982, la prudencia de los capitales no ha permitido tener una prueba comparable a la de años anteriores.

¿Cuál debiera ser la actitud permanente en esta materia?

Realizar una liberación cambiaria y de capitales en medio de una crisis parece una solución alejandrina, pero requiere una dosis considerable de fortaleza para enfrentar los efectos hasta sus últimas consecuencias, y puede ser una solución mucho más costosa que un enfoque más gradual que elija un marco más propicio para realizarla.

De las experiencias previas parece conveniente tener ciertas condiciones favorables para minimizar el riesgo de que la apertura de capitales se transforme en una pesadilla. Sería quizás deseable que existieran condiciones de estabilidad comparables a las economás desarrolladas. Ello implica inflación y tasas de interés comparables y estables, de modo que se minimicen las rentabilidades financieras excesivas.

Sería, asimismo, deseable un sistema financiero solvente, con suficiente resguardo en su riesgo crediticio.

Otra condición es la de no tener desequilibrios en la relación riesgo-rentabilidad, como lo constituyera, por ejemplo, en el primer semestre de 1990 la coexistencia de un seguro cambiario de bajo costo en la forma del *swap*, con altas tasas de interés internas.

Hay que tener presente que por más que la autoridad monetaria pretenda estar al margen de los compromisos creados por estos flujos, a la corta o a la larga, y en forma indirecta o directa, se ve involucrado ya sea por efectos creados en el sector financiero o en el tipo de cambio.

Es difícil afirmar que estas son precondiciones para una mayor apertura, pues se corre el riesgo de considerar que nunca se ha llegado a cumplir las condiciones. Lo que sí se puede reconocer es que la apertura a los capitales representa para la autoridad monetaria un equivalente a la apertura a la competencia externa para los sectores productivos. Ello la obliga a ser prudente y eficiente en su manejo, y acaso éste sea el mayor beneficio de su eventual adopción. Es, por lo demás, la tendencia natural que muestra la evolución financiera en el mundo.

6. Algunas Cuestiones Relevantes

De esta discusión emergen algunas conclusiones, no necesariamente novedosas.

Para poder realizar su política, el Banco Central requiere poseer control de sus activos, pues sólo en esa medida tendrá la posibilidad de determinar la expansión del crédito que resulta compatible con su posición deseada de activos internacionales netos.

Tradicionalmente el gobierno, con sus demandas de financiamiento, erosionaba seriamente este control. Ello quedó afortunadamente prohibido a partir de la Constitución de 1980, y diez años de experiencia han demostrado que tal normativa es posible, con lo cual esta práctica ha conquistado legitimidad.

Ello no es suficiente, sin embargo, para eliminar las posibilidades de presión del gobierno sobre el Banco Central. La reciente dictación de la ley de autonomía del Banco Central ayuda también en este aspecto, al determinar períodos fijos de duración para los integrantes del Consejo Directivo. La experiencia es demasiado reciente, y es probable que sólo con el tiempo se logren ver signos de verdadera independencia del Banco Central.

Para el Banco Central el control sobre sus activos, sin embargo, no se refiere sólo al control de su crédito del momento, sino a tener control sobre sus eventuales fuentes de expansión.

En un sistema monetario como el chileno, los activos crediticios de los bancos son muchas veces mayores que el crédito del Banco Central, y, por ende, también lo son sus pasivos. El Banco Central, como prestamista de última instancia, ha salido habitualmente —en Chile y en el resto del mundo— a sostener a bancos, o sistemas bancarios, con problemas de solvencia y de liquidez. Ello, porque se ha estimado en el momento que dejar quebrar una institución financiera podría acarrear un mucho mayor perjuicio, al producir una corrida bancaria.

En Chile ha ocurrido con diversas instituciones, y en forma especialmente masiva entre 1981 y 1983. Está claro que esos apoyos no han estado contemplados, y han, por lo tanto, significado expansiones del crédito no controladas.

¿Cómo se podría evitar? Todos estos casos han tenido, en definitiva, que ver con la mala calidad del crédito de los bancos. Por el efecto secundario negativo que provocan en una expansión involuntaria del crédito del Banco Central, es obvio que éste tendría que decir algo anticipadamente en cuanto a la calidad de dichos activos, pues, a la larga, ha debido responder por los pasivos que los sustentan. Alguna injerencia debiera tener, en consecuencia, en cuanto a la supervisión bancaria, para poder cumplir adecuadamente su papel de autoridad monetaria.

Se ha indicado muchas veces que gran parte de los problemas pasados tuvo origen en una garantía estatal implícita por los depósitos, y que en ausencia de tal garantía no habría tal peligro. La prueba empírica en diversas latitudes, sin embargo, ha demostrado que no es, en general, posible soslayar el apoyo al sistema.

Un segundo punto de discusión es el relativo a cuáles deberán ser los objetivos del Banco Central.

Desde mi punto de vista, su función última –independiente de aspectos secundarios que se le puedan asignar, como servir de agente fiscal, por ejemplo– es la de velar por la estabilidad de la moneda y asegurar los pagos.

¿Qué significa ello?

Significa que su eficacia como autoridad monetaria debiera ser medida por el grado en que logra la estabilidad de precios, consiguiendo así que el dinero cumpla más adecuadamente sus funciones, permitiendo un funcionamiento fluido de la economía. El mejor Banco Central debiera ser el que no se note. Lo anterior implica también que nunca haya escasez de moneda extranjera, de modo que las relaciones comerciales y financieras del país con el resto del mundo nunca se vean entorpecidas y, al contrario, obtenga las mejores condiciones en tales relaciones.

En el aspecto interno significa también que no haya ni escaseces ni abundancias transitorias de liquidez, evitando las fluctuaciones inútiles de las tasas de interés. Ello no exige fijar las tasas de interés, las que deben reflejar las condiciones del mercado, pero sí evitar una volatilidad innecesaria.

Es obvio que esto no es fácil, y es adecuado pensar en una eficacia relativa, en la medida que los objetivos anteriores se aproximen.

Un punto especialmente atingente es el de definir cuál debería ser la guía de política del Banco Central. ¿Las tasas de interés o la cantidad de dinero? Este es un viejo debate, y, a mi modo de ver, produciendo las acciones del Banco Central efecto en tan diversas áreas, su accionar debiera estar guiado por un conjunto de indicadores.

Ya se observó que no es prudente apuntar a fijar una tasa de interés –real por cierto– pues el nivel de ésta deberá tener concordancia con otros precios claves de la economía. No cualquier nivel es factible. Pero sí es deseable que las tasas de interés varíen dentro de un cierto rango posible. Que no sean erráticas, pues ello introduce costos a la economía. Incluso aventuramos que ello puede ser una medida de la eficiencia de la política. ¿Y la cantidad de dinero? No parece prudente, tampoco, apuntar a determinar una cierta tasa de crecimiento a toda costa, pues la estabilidad de la demanda de dinero ciertamente no es muy rigurosa en plazos cortos. Pero ello no invalida que en períodos más largos –digamos seis meses o más–, no cualquier tasa de crecimiento del dinero es aceptable.

Guías de política serán los indicadores de corto plazo de ventas, actividad, precios, balanza de pagos, tasas de interés, tipo de cambio.

Es posible privilegiar, dependiendo de las circunstancias, una u otra variable. Estudios recientes sobre la conducción de la política monetaria en países desarrollados indican que, en ocasiones, la guía es la estabilidad del tipo de cambio; en otras, la tasa de interés o la cantidad de dinero. Nuestro sistema monetario actual, de mercado y honesto, se enfrenta a similares disyuntivas.

El Banco Central debiera conducir su política crediticia observando las variables indicadas, de modo de lograr en forma ideal no alterar con avances o frenadas bruscas una trayectoria estable. ¿Su objetivo final? Que esas trayectorias estables se den en un marco de estabilidad de precios y de tasas de interés.

Por cierto que el pecado capital para un Banco Central es el de no saber, a ciencia cierta, el origen que está teniendo la expansión de la emisión y de la cantidad de dinero, pues si no comprende, en algún momento, este proceso mal podrá ejecutar cualquier política. Esto, que parece una banalidad, no lo es tal al menos en el caso de Chile, considerando la gran cantidad de mecanismos vigentes a través de los cuales en un momento dado el Banco Central puede ser sorprendido, produciendo momentáneamente creaciones

de dinero fuera de su control o conocimiento, tanto por la vía de las operaciones de cambio como por el crédito interno.

Suponiendo que los objetivos del Banco Central y sus formas de intervención son adecuadamente definidas, aún hay otro requisito para que su accionar sea exitoso.

El proceso de toma de decisiones debe tener un grado de eficiencia consistente con el mercado en que esté operando. Los mercados financieros tienen como característica más relevante la rapidez con que se transmiten las informaciones y se adoptan las decisiones movilizando considerables montos de recursos financieros, así como también la sensibilidad que demuestran ante los rumores o cambios de expectativas. Los mercados cambian segundo a segundo.

En ese contexto, el Banco Central debe ser un participante que demuestre idéntica agilidad, a riesgo de ser sobrepasado por los restantes jugadores. No colabora a este propósito el sistema actual, en el que el Banco Central es un pasivo vendedor de títulos a tasa fija, desaprovechando el potencial de conocimiento del mercado que le daría la interacción activa con el mercado a través de las postergadas operaciones de mercado abierto.

Ya se mencionó que el Banco Central debe reflexivamente pesar el efecto que tendrá cualquier medida adoptada, para lo cual lo más eficiente es que razone como si fuera parte del sector financiero, enfrentado a la medida que desea tomar. Un error de cálculo puede implicar un alto costo, como el ya mencionado efecto que tuvieron en las tasas de interés las medidas que tomó el Banco Central en enero de 1990. En este caso el ajuste a través de alza de tasas de interés fue mucho más allá de lo deseado.

Admitiendo que es posible que de todas maneras haya un error en la estimación de la reacción del mercado ante una medida, es, sin embargo, exigible que, confrontado a un error de cálculo, tenga presteza para reaccionar corrigiendo un error inicial.

La autoridad monetaria, en resumen, debe pesar cuidadosamente sus declaraciones y actitudes, pues éstas pueden tanto colaborar al éxito de su política como destruirla. Debe ser un participante tan ágil como el mercado, anticipando sus reacciones, o corrigiendo sus errores con presteza, Y debe ser, por sobre todo, creíble, como toda autoridad del sector económico.

¿Cuál es la estructura interna que ha de adoptar para lograr tales objetivos? Esta no es una materia para ser abordada en esta oportunidad, pero es, sin duda, un elemento sobre el cual una definición apropiada es vital para el éxito de las políticas monetarias.