

REVISTA
DE LA
CEPAL



NACIONES UNIDAS

ABRIL DE 1980

Revista de la CEPAL

Director

RAUL PREBISCH

Secretario Técnico

ADOLFO GURRIERI

Editor

GREGORIO WEINBERG



NACIONES UNIDAS
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA
SANTIAGO DE CHILE / ABRIL DE 1980

SUMARIO

El desafío energético <i>Enrique V. Iglesias</i>	7
Reunión sobre una nueva América Latina en la cambiante economía mundial	
Presentación <i>Abraham F. Lowenthal y David H. Pollock</i>	21
Exportación de manufacturas <i>Pedro I. Mendive</i>	23
La exportación de productos primarios no combustibles <i>Jere R. Behrman</i>	34
Una América Latina nueva en el nuevo mercado internacional de capitales <i>Albert Fishlow</i>	52
América Latina y el sistema monetario internacional observaciones y sugerencias <i>Carlos Massad</i>	63
Los países latinoamericanos y el Nuevo Orden Económico Internacional <i>Pedro Malán</i>	71
Desarrollo tecnológico en América Latina y el Caribe <i>Jorge A. Sábato</i>	87
Las principales cuestiones pendientes en las negociaciones sobre el Código de Conducta de la UNCTAD para la transferencia de tecnología. <i>Miguel Wionczeck</i>	101
La reforma económica internacional y la distribución del ingreso <i>William R. Cline</i>	110
Resumen interpretativo <i>Colin I. Bradford, Jr.</i>	122
Lista de participantes	134
Repercusiones monetarias y reales de la apertura financiera al exterior. El caso chileno: 1975-1978 <i>Roberto Zahler</i>	137
Hacia una teoría de la transformación <i>Raúl Prebisch</i>	165
Algunas Publicaciones de la CEPAL	217

Repercusiones monetarias y reales de la apertura financiera al exterior

El caso chileno: 1975-1978*

*Roberto Zahler***

Este artículo se propone describir y analizar algunos aspectos no suficientemente investigados de la política macroeconómica chilena a corto plazo, con especial énfasis en los de carácter financiero aplicados a partir de fines de 1973, y, más específicamente, desde el primer trimestre de 1975, cuando se inició el denominado Programa de Recuperación Económica.

Luego de la introducción, se describe la situación inicial que enfrentó la nueva política macroeconómica para, en la segunda parte, analizar los problemas que enfrentó la estrategia antinflacionaria y las características de ésta, como así sus resultados, reconociendo desde el inicio que la estabilización de precios fue la meta prioritaria de la política a corto plazo durante el período estudiado. En particular, se discuten las vinculaciones entre la política antinflacionaria, por una parte, y la apertura al exterior, la evolución de la demanda por dinero y los movimientos del tipo de cambio y la tasa de interés, por la otra.

En la tercera parte se analizan las implicaciones de una apertura al exterior con velocidades y características distintas en el sector real y en el sector financiero de la economía, estudiando la interrelación de las políticas cambiaria, monetaria y crediticia en un proceso de esta naturaleza, así como algunas consecuencias que ella tuvo sobre la inversión, el empleo, la asignación de recursos y el proceso de concentración del patrimonio. Finalmente, la cuarta parte ofrece un resumen y las principales conclusiones de este estudio, siendo quizás la más importante y polémica aquella que sostiene que la política macroeconómica aplicada no fue neutral en relación a los sectores y grupos que debieron soportar el costo de la política de estabilización y los efectos redistributivos derivados de la manera como se llevó a cabo la apertura financiera al exterior.

*Una primera versión de este trabajo (E/CEPAL/PROY.4/R.1) fue presentada a la XVI Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, que se efectuó en San José, Costa Rica, del 25 al 30 de noviembre de 1979.

**Experto del Proyecto Conjunto PNUD/CEPAL "Implicaciones para América Latina de la situación del sistema monetario y financiero internacional" (RLA/77/021).

Introducción*

Diversos países del cono sur de América Latina han enfrentado durante los últimos años coyunturas económico-sociales relativamente similares, caracterizadas por una ruptura político-institucional más o menos violenta, como consecuencia, entre otros motivos, de una situación económica muy compleja, con insuficiente crecimiento económico, elevado ritmo inflacionario, difícil situación de balanza de pagos, control generalizado de precios, existencia de importantes mercados paralelos y caída de la producción.

Las nuevas autoridades atribuyeron esta situación a la estrategia de desarrollo basada en la industrialización por la sustitución de importaciones, y al efecto de las múltiples 'distorsiones' que afectaron el sistema de precios.

Frente a esta situación e interpretación, y en el contexto de un nuevo ordenamiento político, se intentaron políticas económicas 'normalizadoras', con el objeto de sentar las bases para un estilo distinto de desarrollo, guiado por una estrategia muy diferente a la seguida durante los últimos treinta años.

La nueva estrategia privilegia la apertura al exterior, la libertad en el funcionamiento de los mercados y el estímulo a la iniciativa privada; atribuye un papel 'subsidiario' al Estado y pone énfasis en la reducción del déficit y del gasto público, en el control de los medios de pago y la estabilidad de precios.

A su vez, la política económica a corto plazo se ha caracterizado por el intento de reducir los desequilibrios macroeconómicos existentes y por definir como objetivos prioritarios —dada la situación inicial que se enfrentaba— el control de la inflación y el mejoramiento de la balanza de pagos, y la solvencia y credibilidad financiera externa.

La descripción anterior corresponde a lo ocurrido, en mayor o menor medida, en Argentina, a partir de marzo de 1976; en Chile, a partir de setiembre de 1973, y en Uruguay, a partir de setiembre de 1974.

*El autor agradece los comentarios de Félix Bacigalupo, Tomás Baliño, Andrés Bianchi, Robert Devlin, Gunther Held, Ricardo French-Davis, Carlos Massad y Andrés Sanfuentes, así como los recibidos en un seminario interno de la CEPAL. Agradece, asimismo, la colaboración de Eugenio Alviz y Tatjana Montes. De todos modos, mía es la responsabilidad por los errores que pudieran subsistir.

Sin embargo, también hubo algunas diferencias importantes, derivadas en parte de la situación inicial a partir de la cual comienzan las experiencias y de ciertas características estructurales peculiares de cada uno de estos países. Entre éstas, cabe mencionar las de índole político-institucional; las relacionadas con el tipo de mercado de exportación; el grado de privatización o estatización de la actividad productiva; la apertura más o menos rápida y más o menos completa de sus economías al exterior (tanto en lo que se refiere al sector real como al financiero); el predominio de ciertos objetivos de política económica sobre otros (como por ejemplo, empleo *versus* inflación); y el enfoque, grado de autonomía y coherencia en el manejo de los asuntos económicos por parte de los equipos técnicos.

Hay dos fenómenos globales, relativamente novedosos, uno en el campo económico internacional y el otro en el de la aplicación de las políticas económicas por parte de algunos países en desarrollo, que en cierta medida 'enmarcan' este estudio.

Por una parte, se destaca el crecimiento de la liquidez y el auge de la banca privada internacional en el último tiempo. Esta situación ha significado que los créditos financieros adquieran creciente importancia en relación al financiamiento externo oficial y comiencen a desplazar a la inversión externa directa como principal mecanismo de intercambio de capitales entre los países industriales y los países de

grado intermedio de desarrollo. Estas nuevas características del escenario financiero internacional hacen necesario valorizar más fuertemente, a diferencia del pasado, los determinantes propiamente económicos, tanto de la oferta como de la demanda para recursos financieros externos.

Desde el punto de vista de la estrategia de desarrollo y de la política económica aplicada por varios países de América Latina, especialmente en su cono sur, destaca una definida orientación hacia la apertura económica con el exterior. Este proceso, en lo que se refiere a la apertura comercial, ha recibido bastante atención por parte de los círculos profesionales y académicos. En cambio existe una carencia de estudios sobre la apertura financiera externa en sí misma, así como en relación a las implicaciones sobre la eficiencia de las políticas monetarias y crediticias y sus repercusiones sobre la trayectoria del nivel de precios internos, deuda externa, empleo, inversión y redistribución del patrimonio, derivadas de la mayor o menor sincronización, o velocidades diferenciales, con que se produce la apertura comercial en relación a la apertura financiera.

Debido a lo reciente de estas experiencias, a la relativa escasez de información y al hecho de que un análisis comparativo de los tres casos excede las pretensiones del presente estudio, así como por el mayor conocimiento por parte del autor del caso chileno, se tomó este último país como objeto de estudio.

I

La situación inicial

Entre 1971 y 1973 se intentó alterar profundamente la distribución del ingreso y de la riqueza en el país. A largo plazo, ello exigía modificar la estructura del aparato productivo, así como el modo de funcionamiento de la economía y, más ampliamente, el tipo de relaciones predominantes hasta entonces en el seno de la sociedad chilena. Para ello se postulaba, en los aspectos económicos, intensificar el proceso de reforma agraria y establecer un área de propiedad social

(APS), tanto en la esfera productiva, financiera, como en la de comercialización.

El programa económico entonces diseñado no contempló adecuadamente el manejo de las variables financieras, centrandó su atención, en cambio, en el intento de controlar los aspectos reales del proceso productivo y distributivo. Así, las consecuencias derivadas de la aplicación de la política macroeconómica a corto plazo se manifestaron, por lo menos par-

cialmente, de manera tal que, hacia fines de 1973, Chile enfrentaba una situación económica caracterizada por múltiples y agudos desequilibrios, tanto en el sector fiscal como en el monetario y en el de balance de pagos.

En efecto, con la creación del APS y las políticas de precios en ella aplicadas, y con el creciente ritmo de los gastos fiscales por sobre los retornos de la tributación, aumentó notablemente el déficit fiscal. Mientras que en el decenio 1960-1969, éste representó, en prome-

dio, 14.6% del gasto del sector y 3.3% del Gasto del Producto Geográfico Bruto (GPGGB), en el período 1970-1973, los valores correspondientes fueron 35.5% y 12.5%. En 1973, el déficit fiscal equivalió a 55.1% de los gastos fiscales y a 23.6% del GPGGB (véase cuadro 1). En términos reales, el déficit fiscal fue, en 1973, siete veces mayor que en el decenio 1960-1969; en tanto que el gasto fiscal, como proporción del GPGGB, duplicaba su participación histórica reciente.

Cuadro 1

CHILE: DEFICIT FISCAL: 1960-1978
(Porcentaje)

Como proporción del	1960-1969	1970-1973	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Gasto Fiscal	14.6	35.5	55.1	32.6	11.6	10.0	8.1	4.2
Gasto del Producto Geográfico Bruto	3.3	12.5	23.6	10.3	3.1	2.7	2.3	1.2

Fuente: *Exposición sobre el estado de la hacienda pública*, Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuestos, Santiago de Chile, enero de 1979.

La evolución del sector monetario también mostraba síntomas de fuertes desequilibrios. Mientras que en 1960-1969 el ritmo de crecimiento promedio del dinero privado (M_1) fue de 37% al año, en 1970-1973 dicha cifra se quintuplicó. En 1973 el crecimiento de M_1 fue de 419%. Es indudable que frente a semejante ritmo de crecimiento de los medios de pago, las causas 'monetarias' eran importantes para la explicación del proceso inflacionario que vivía el país; este último adquirió a su vez características antes nunca vistas en la historia económica de Chile. En el período 1970-1973, el crecimiento en 12 meses del Índice de Precios al Consumidor fue, en promedio, de 117% anual,¹ alcanzando en setiembre de 1973 un ritmo equivalente a 355% anual, lo que revelaba un cuadro muy serio, no sólo por los muy elevados ritmos de inflación, sino, además, porque ésta

no parecía que estuviese bajo control. En el período 1960-1969, el ritmo medio de inflación anual fue, en cambio, de 25% (véase cuadro 2).

Las cuentas externas del país, la situación de las reservas internacionales y la capacidad de obtener préstamos externos se habían deteriorado, asimismo, fuertemente.² En efecto, como se observa en el cuadro 3, tanto el saldo en la balanza comercial como en la cuenta corriente empeoraron en 1970-1973, en comparación al promedio de la década de los años sesenta. Hacia fines de 1973, el nivel de reservas internacionales netas era negativo, del orden de US\$ 231 millones, cuando en diciembre de 1970 alcanzó a US\$ 409 millones.

Naturalmente, la situación recién descrita podía explicarse, al menos en parte, y se agra-

¹Calculado a base del Índice de Precios elaborado por el Departamento de Economía de la Universidad de Chile.

²Parece necesario distinguir entre la dificultad efectiva y potencial para obtener préstamos externos, de la capacidad de desembolsarlos. De hecho, como lo indican las cifras, se usó financiamiento externo con bastante facilidad.

Cuadro 2

CHILE: DINERO Y PRECIOS: 1966-1973
(Porcentaje de variación)^a

	Inflación ^b	Emisión ^c	Dinero ^d
1966-1970	26	48	41
1971	41	133	113
1972	205	174	152
1973	599	462	363

Fuente: Banco Central, Boletines mensuales y "Series Monetarias", julio, 1979. Universidad de Chile, Departamento de Economía, "Índice de Precios al Consumidor", 1970-1976.

^aDiciembre a diciembre.

^bÍndice de Precios al Consumidor, INE, 1966-1970; 1971-1973: Universidad de Chile, Departamento de Economía.

^cEmisión Ajustada, Banco Central de Chile.

^dDinero Sector Privado, Banco Central de Chile.

*Corresponde al concepto de emisión contable del sector privado y bancario, ajustado por diversas partidas no monetarias del balance del Banco Central. Véase, de varios autores, *Estadísticas monetarias de Chile 1940-1975*, Departamento de Economía, Universidad de Chile, Publicación N.º 70, Santiago, junio de 1979, pp. 37-42.

vaba por la forma como operaban los mercados de divisas, financieros, monetarios, e incluso, el de bienes y servicios reales.

El funcionamiento del mercado de divisas estaba caracterizado por la existencia de tipos de cambio múltiples y subvaluados, depósitos previos de importación, restricciones pararancelarias, prohibiciones de importación y otras restricciones cuantitativas.

A su vez, el sector financiero operaba con tasas de interés controladas a niveles excesivamente bajos, encajes elevados y diferenciales, control cualitativo y selectivo del crédito bancario, etc. Asimismo, por otra parte, el Banco Central respondía pasivamente a los requerimientos del sector fiscal y de las empresas bajo responsabilidad oficial, contribuyendo con ello a acentuar las presiones inflacionarias.

A lo anterior debe añadirse una profusión de controles de precios en el mercado de bienes y servicios reales, con los efectos consiguientes sobre la asignación de recursos y la eficiencia general del sistema económico, y sobre la aparición de mercados paralelos.

A pesar de que la tasa de desempleo fue inferior a la de sus niveles históricos (en buena

medida por el incremento del empleo en el sector público y en el APS), la proporción del GPGB representada por la inversión geográfica bruta en capital fijo fue 20% inferior en el período 1971-1973, en comparación a la década de los años sesenta. Por otra parte, después de un crecimiento del GPGB en 1971 de 7.7%, en 1972 y 1973 éste cayó a 0.1% y 3.6%, respectivamente.

Frente a la situación recién descrita, las nuevas autoridades decidieron intentar, a corto plazo, el restablecimiento del equilibrio macroeconómico, particularmente en el campo financiero.

Como estrategia a más largo plazo, el nuevo régimen ha intentado consolidar un tipo de economía basada en la utilización del sistema de precios libres como mecanismo de asignación de recursos,³ en una progresiva privatización de la economía y atribuyendo un papel 'subsidiario' al Estado, cuya intervención debe ser lo menos 'distorsionadora' posible en el funcionamiento de los mercados.

Se ha insistido en forma reiterada en la necesidad de controlar la inflación y en la apertura de la economía al exterior. Lo primero se ha justificado principalmente por sus implicaciones sobre la transparencia y estabilidad en el sistema de precios y, por lo tanto, sobre la asignación de recursos. Lo segundo se ha explicado por la dimensión del mercado internacional y su efecto sobre la competitividad y eficiencia de la economía chilena.

En consecuencia, las políticas que más interesa analizar aquí, y cuya aplicación en el tiempo no fue necesariamente sincrónica, aun cuando su concreción se hizo bastante sistemáticamente⁴ desde principios de 1975, fueron

³Las excepciones más notables han sido la determinación del precio de los servicios de la mano de obra y de las divisas por mecanismos diferentes a los del libre juego del mercado. Además, hubo un reducido número de bienes cuyo precio estuvo controlado, aunque, al parecer, a niveles muy cercanos a los del mercado.

⁴Esto no significa que se postule que haya habido una coherencia y consistencia externa e interna en la aplicación de la política económica. Sin embargo, a pesar de diversos cambios de énfasis y prioridades, tanto en los objetivos como en los medios utilizados (por ejemplo, inflación y equilibrio externo, política cambiaria, etc.), ha predominado una filosofía básica a largo plazo que ha enmarcado, en términos generales, la concepción de las políticas económicas.

Cuadro 3
CHILE: BALANZA DE PAGOS

	1960- 1969	1970- 1973	1973	1974	1975	1976	1977	1978
	<i>(millones de dólares)</i>							
Exportación de bienes	704	1 056	1 304	2 146	1 554	2 109	2 177	2 480
Importación de bienes	686	1 170	1 447	2 016	1 708	1 655	2 244	2 917
Saldo balanza comercial ^a	18	-114	-143	130	-154	454	-67	-437
Saldo cuenta corriente	-135	-236	-288	-211	-491	148	-399	-730
Saldo capitales autónomos	148	203	242	228	299	235	346	1 351
Saldo balanza de pagos	25	-132	-112	-45	-275	455	-7	671
Reservas internacionales netas (promedio del período a base de cifras de fines de cada año)	-15	42	-231	-277	-551	-96	-103	515
	<i>(porcentaje del GPGB)</i>							
Exportaciones de bienes	18.2	17.4	19.2	25.6	19.5	24.3	21.8	21.7
Exportaciones de bienes (excepto cobre) y servicios	7.8	6.5	5.5	8.0	11.5	13.4	15.0	16.2
Importaciones de bienes	17.7	19.3	21.4	24.0	21.4	19.1	22.4	25.5
Saldo balanza comercial ^a	0.5	-1.9	-2.1	1.6	-1.9	5.2	-0.7	-3.8
Saldo cuenta corriente	-3.5	-3.9	-4.2	-2.5	-6.2	1.7	-4.0	-6.4
Saldo capitales autónomos	3.8	3.3	3.6	2.7	3.7	2.7	3.6	11.8
Saldo balanza de pagos	0.6	-2.2	-1.7	-0.5	-3.4	5.2	-0.1	5.9
Reservas internacionales netas (promedio del período a base de cifras de fines de cada año)	-0.4	0.7	-3.4	-3.3	-6.9	-1.1	-1.0	4.5

Fuente: Banco Central de Chile, Boletín mensual, diciembre de 1976 y mayo de 1979. *Exposición sobre el estado de la hacienda pública*, Ministerio de Hacienda, Dirección de Presupuestos, enero de 1979.

^aDefinido como saldo entre exportaciones e importaciones de bienes.

las siguientes:

a) Intento de control del proceso inflacionario a través de la reducción del ritmo de crecimiento de los medios de pago y de la emisión monetaria;

b) Reducción del tamaño del Estado, del gasto, y del déficit fiscal, y traspaso por parte

del Estado al sector privado de todas aquellas actividades (incluidas por cierto las productivas) que, a juicio de las autoridades, el sector privado podría ejercer adecuadamente;

c) Apertura del país al exterior, principalmente en lo referente al comercio de bienes y servicios no financieros a través de la simplificación y reducción de normas del comercio

exterior, de la progresiva rebaja y homogeneización arancelaria y de la eliminación, en lo posible, de todo criterio de asignación diferente del precio de la divisa;

d) Unificación y programación del tipo de cambio nominal, en función de un doble criterio: la diferencial entre las tasas de inflación entre Chile y Estados Unidos y la evolución de las reservas internacionales del sistema monetario;

e) Liberalización y desarrollo del sector financiero doméstico, donde los criterios de rentabilidad de activos y pasivos del sistema

financiero y la competencia entre sus instituciones e intermediarios pasarían a constituir las guías de las acciones y decisiones de los agentes económicos. Se dejaría libre la tasa de interés, reduciendo (lentamente) y uniformando las tasas de encaje legal en consonancia con la política económica global;

f) Apertura parcial a los movimientos de capitales internacionales, controlada principalmente a través de la fijación de plazos mínimos de retorno y de la limitación a la capacidad de endeudamiento y del otorgamiento de avales por parte del sistema bancario nacional.

II

La estrategia antinflacionaria en la política macroeconómica

La estrategia antinflacionaria se basó principalmente en el intento de controlar el ritmo de crecimiento de la base monetaria y del dinero (definido como M_1). Dicho planteo se fundamentaba en la apreciación sobre la magnitud adquirida por el proceso inflacionario chileno hacia fines de 1973, el que, de acuerdo a las nuevas autoridades económicas, obedecería a causas monetarias explicadas fundamentalmente por el déficit del sector público y de las empresas del Área de Propiedad Social.

Esto indujo a restringir fuertemente el crédito del sistema monetario al fisco, sector que durante 1975-1978 pasó a constituirse (en lo que se refiere a su situación presupuestaria en moneda corriente) en responsable de 'desección' de dinero, absorbiendo en dicho período el 15% de la emisión total del Banco Central (véase el cuadro 4).

Lo anterior es consecuente con la concepción oficial de mediano y largo plazo respecto del tamaño y autofinanciamiento del Estado, y de la necesidad de reducir fuertemente el déficit del sector fiscal (véase nuevamente el cuadro 1). Frente a esta situación, el sector público redujo su déficit a través de la disminución de sus gastos,⁵ una mayor recaudación

⁵Que se vio acompañada, además, por cambios en su composición.

Cuadro 4

CHILE: VARIACION DE LA EMISION AJUSTADA, 1974-1978

	Emisión ajustada	Operaciones de cambio ^a	Crédito interno	Operaciones con tesorería y valores
<i>Valores absolutos (millones de pesos)</i>				
1974	692	-41	-14	746
1975	3 138	2 336	997	-193
1976	11 027	9 536	3 285	-1 794
1977	14 318	7 453	7 025	-160
1978	16 578	16 747	4 223	-4 392
<i>Estructura porcentual</i>				
1974	100.0	-6.0	-2.1	107.8
1975	100.0	74.4	31.8	-6.2
1976	100.0	86.5	29.8	-16.3
1977	100.0	52.1	49.1	-1.2
1978	100.0	101.1	25.5	-26.5

Fuentes: Banco Central de Chile, *Series monetarias*, julio, 1979; Universidad de Chile, Departamento de Economía, *Estadísticas monetarias de Chile, 1940-1975*.

^aIncluyen las realizadas con el sector privado y con la tesorería.

de impuestos,⁶ y la elevación de las tarifas de las empresas y servicios públicos y, aunque en menor medida, intentó financiar el déficit, endeudándose internamente con el sector privado.

Otra importante fuente de financiamiento para el Estado fue la venta de algunos de sus activos; hasta diciembre de 1978 la Corporación de Fomento de la Producción obtuvo por este concepto el equivalente de US\$ 585 millones. Como es natural, esta fuente de ingresos tiende a agotarse una vez concluido el proceso de privatización.

Nótese, sin embargo, que a pesar de lo significativo que fue el esfuerzo del sector público en acomodarse a las necesidades de la nueva política económica, el crecimiento de la base monetaria continuó siendo, hasta fines de 1977, extraordinariamente elevado para lo que se identificó como una estrategia 'monetarista' de estabilización. En efecto, sólo en ese año, el crecimiento anual de la base monetaria fue inferior al registrado en 1971-1973, aunque continuó siendo excesivamente elevado, tanto en términos absolutos como en relación a los períodos previos a 1970 (véase cuadro 5).

Asimismo, a pesar de los esfuerzos de la autoridad monetaria por intentar controlar los medios de pago, la reducción de la inflación a porcentajes cercanos, aunque superiores, a los históricos,⁷ tomó cerca de cinco años.⁸

Al parecer, esto se explica dentro del propio marco analítico en el que ha operado la política económica, principalmente por la carencia relativa de buenos instrumentos de control monetario,⁹ sobre todo por el muy escaso desarrollo de un mercado de capitales a largo plazo que impidió la realización adecuada de operaciones de mercado abierto. Agravóse esto debido a la evolución seguida por la velocidad

⁶Principalmente a través de la creación del Impuesto al Valor Agregado y de un fuerte control a la evasión tributaria.

⁷Esto ocurrió a fines de 1978, aun cuando en 1979 se observa un repunte en la inflación.

⁸Cabe recordar, sin embargo, que la inflación internacional del último quinquenio fue muy superior a la de los años sesenta, con lo que, en ese sentido, tórnase significativo el reciente mayor control observado en el ritmo inflacionario chileno.

⁹Fenómeno que se manifiesta con mayor claridad cuanto más abierta es la economía al exterior.

Cuadro 5

CHILE: DINERO Y PRECIOS, 1966-1978

	Emisión ajustada	Dinero sector privado	I.P.C.	Velocidad de circulación ^a (número de veces por año)
1966	60.3	38.9	17.0	12
1967	21.1	25.1	21.9	12
1968	46.0	38.3	27.9	13
1969	41.8	35.2	29.3	13
1970	70.3	66.2	34.9	12
1971	132.7	113.4	41.0 ^b	8
1972	173.7	151.8	205.0 ^b	8
1973	461.6	363.0	599.0 ^b	10
1974	222.5	231.2	375.9	20
1975	312.9	257.2	340.7	24
1976	266.3	189.3	174.3	25
1977	94.4	113.5	63.5	20
1978	56.2	65.0	30.3	17

Fuentes: Banco Central de Chile, *Series Monetarias*, op. cit. *Exposición sobre el estado de la hacienda pública*, op. cit., INE y Departamento de Economía, Universidad de Chile.

^aDefinida como el cociente entre GPGB y M_1 . Estas cifras corresponden a los valores observados, que no necesariamente son los de equilibrio.

^bFuente: Departamento de Economía, Universidad de Chile. Para el resto del período, la fuente es el INE.

de circulación del dinero,¹⁰ como consecuencia, fundamentalmente, de la creación de muy buenos sustitutos del dinero y del mantenimiento, por bastante tiempo, de fuertes expectativas inflacionarias.¹¹

1. La política antinflacionaria y la apertura al exterior

Puesto que la dificultad en controlar la emisión ha radicado, principalmente, en la extraordi-

¹⁰Referida al dinero definido tradicionalmente (M_1), cuya tasa de crecimiento fue considerada, durante la mayor parte del período analizado, como indicador y guía de la política monetaria.

¹¹Además, el hecho de que la economía haya estado 'indizada', así como otros elementos asociados a presiones de costos, contribuyeron a que la tasa de inflación no haya caído más aceleradamente.

naria afluencia de divisas, la cual explica el 80% de la variación acumulada de la emisión entre los años 1975-1978, parece indispensable analizar con mayor detenimiento las repercusiones de ésta sobre un conjunto de variables clave para el funcionamiento, equilibrio y dinamismo de la economía.

En primer lugar, cabe señalar el conocido hecho de que, si el tipo de cambio es fijo (en el sentido que el Banco Central se obligue a comprar y vender divisas a un valor determinado, aunque no necesariamente constante), a medida que una economía se abre al exterior (sea a través de la cuenta corriente, la de capitales, o de ambas), la emisión y el dinero nacional se vuelven crecientemente endógenos¹² respecto del funcionamiento de la economía. Así tienden a esterilizarse los intentos de la autoridad por tratar de controlar la oferta nominal de dinero, limitándose su rango de acción sólo al crédito interno.

Como se sabe, el sector productivo chileno fue sometido rápida y crecientemente a la competencia externa, como consecuencia de la progresiva reducción arancelaria (véase cuadro 6)¹³ y de un tipo de cambio real único que, no obstante esa reducción, no mostró un alza perceptible (véase cuadro 7).

Si bien se aumentó la protección de algunos sectores antes sujetos a protecciones efectivas negativas, se redujo y homogeneizó el arancel promedio, minimizándose, hasta eliminar casi por completo, las restricciones cuantitativas de todo orden.

Como consecuencia de esta apertura al comercio exterior, los intentos de controlar la oferta monetaria tienden, aunque con rezagos, a revertirse a través de los movimientos de la cuenta corriente¹⁴ o de la cuenta de capitales

¹²En el sentido de que no son controlables por la autoridad monetaria, sino que, por el contrario, la demanda de los medios de pago (que depende de la conducta de personas, empresas y bancos, nacionales y extranjeros) "crea su propia oferta" básicamente a través de los movimientos en las cuentas corriente y de capital del balance de pagos.

¹³La menor protección arancelaria se ha visto compensada, en parte, por el incremento en los costos de transporte ocurridos durante el período.

¹⁴Cabe mencionar, sin embargo, que, según las autoridades, la apertura comercial se justificaba doblemente. Por el lado de la estrategia de desarrollo a largo plazo, forzaba a los productores internos a enfrentar a la competencia inter-

Cuadro 6

CHILE: TARIFAS NOMINALES 1973-1979

(Porcentaje del valor cif)

Día de ajuste	Tarifa promedio	Tarifa máxima ^a
1973: al 31 de diciembre	94	Más de 500
1974: 1.º de marzo	90	200
27 de marzo	80	160
5 de junio	67	140
1975: 16 de enero	52	120
13 de agosto	44	90
1976: 9 de febrero	38	70
7 de junio	33	60
22 de diciembre	27	60
1977: 8 de enero	24	50
30 de abril	22	50
29 de agosto	20	35
diciembre	16	25
1978: marzo	15	20
junio	14	20
diciembre	12	15
1979: junio	10	10

Fuente: Banco Central de Chile.

^aExisten algunas pocas excepciones a las tarifas máximas, la más importante de las cuales es la relativa a los automóviles.

del balance de pagos. En otras palabras, las variaciones en el nivel de las reservas internacionales son el resultado de los desequilibrios experimentados en el sector monetario.

La evolución experimentada por la cuenta de capitales del balance de pagos y, en especial, las entradas netas de préstamos externos al sector privado nacional, sobre todo desde fines de 1977, ha desempeñado, en este sentido, un papel preponderante.

En efecto, si bien la liberalización financiera externa fue más lenta que la del sector real de la economía, ella se constituyó en el principal mecanismo a través del cual se incrementó la liquidez de la economía. En la tercera parte se estudia más profundamente el estímulo espe-

nacional y, en relación a la política antinflacionaria, a pesar de limitar los instrumentos de control monetario al crédito interno, impondría, para una política cambiaria determinada, un techo a la trayectoria de los precios internos de los bienes y servicios internacionalmente comerciables.

Cuadro 7
CHILE: EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO Y PRECIOS
Indices (Promedio 1974=100)

Período	(1) Índice del tipo de cambio nominal	(2) Índice de precios mayo- ristas, productos nacionales	(3) Índice de precios al por mayor de Estados Unidos	(4) [(1)/(2)] (3) Índice de tipo de cambio real ^a
1974 (promedio)	100	100	100	100
Primer trimestre	52	46	92	104
Segundo trimestre	77	73	96	101
Tercer trimestre	108	115	103	97
Cuarto trimestre	167	169	106	105
1975 (promedio)	595	590	108	109
Primer trimestre	280	261	106	114
Segundo trimestre	490	452	107	116
Tercer trimestre	700	697	109	109
Cuarto trimestre	907	946	111	106
1976 (promedio)	1 580	1 920	114	94
Primer trimestre	1 212	1 224	112	111
Segundo trimestre	1 517	1 720	113	100
Tercer trimestre	1 640	2 266	115	83
Cuarto trimestre	1 950	2 474	116	91
1977 (promedio)	2 607	3 514	121	90
Primer trimestre	2 230	2 900	118	91
Segundo trimestre	2 353	3 392	121	84
Tercer trimestre	2 695	3 744	121	87
Cuarto trimestre	3 128	4 020	122	95
1978 (promedio)	3 828	5 097	130	98
Primer trimestre	3 520	4 352	126	102
Segundo trimestre	3 778	4 868	130	101
Tercer trimestre	3 953	5 358	131	97
Cuarto trimestre	4 060	5 810	134	94

Fuentes: Banco Central de Chile; Instituto Nacional de Estadísticas.

^aEsta columna probablemente subestima el tipo de cambio real efectivo, si se considera la diversificación del comercio exterior chileno y la devaluación del dólar frente a otras monedas de países industriales. En Chile no se publican cálculos del tipo de cambio efectivo.

cial otorgado al endeudamiento privado en el exterior. Aquí se analizará brevemente el importante papel por éste desempeñado en retardar la reducción del crecimiento de la emisión, haciendo que el peso del programa estabilizador haya recaído, con excesiva fuerza, sobre el sector público.

Para comprender el papel que jugaron los movimientos internacionales de capitales es necesario recordar que durante el primer semestre de 1975 se dejó a las fuerzas del mercado la determinación de la tasa de interés del sistema financiero nacional. De consuno

con dicha medida, se procedió a reducir fuertemente el control antes existente, tanto cuantitativa como cualitativamente, sobre el crédito bancario, estimulando la competencia dentro del sistema financiero.¹⁵ Sin embargo, debido

¹⁵En este trabajo no se analiza la situación, dentro del sector financiero, relativa a la mayor o menor competitividad, reglas del juego e igualdad de oportunidades entre instituciones e intermediarios, tanto nacionales como extranjeros. Al respecto puede verse F. Berger, "La protección efectiva negativa a la industria monetaria y la política financiera externa de Chile", en *Cuadernos de Economía*, N.º 42, agosto, 1977, pp. 197-234.

al deseo de controlar el crecimiento de los medios de pago, se mantuvieron durante bastante tiempo elevadas tasas de encajes sobre los depósitos, lo que ha contribuido a generar una fuerte diferencia entre las tasas de interés activas y pasivas.

Como se observa en el cuadro 8, a partir del segundo trimestre de 1975 hubo elevadísimas tasas activas de interés real, junto a tasas pasivas que, si bien positivas (sobre todo a partir del segundo semestre de 1976), eran muy inferiores a las activas. Esto último se explica principalmente, como ya se ha dicho, en parte por los elevados encajes y, además, por los costos de intermediación y las utilidades obtenidas por el sistema financiero durante el período considerado.¹⁶

El cuadro 9 brinda la información relativa a las tasas de interés domésticas efectivas¹⁷ expresadas en dólares (nominales), esto es, las tasas pertinentes comparables con las tasas de interés internacionales. Allí se observa que con excepción de 1975, año en que la tasa de devaluación del peso fue casi idéntica a la tasa de interés bancario nominal activa, el resto del período registró tasas reales extraordinariamente elevadas.

La diferencial entre las tasas de interés vigentes en Chile y en los principales centros financieros internacionales (que en varias ocasiones han registrado tasas negativas en dólares reales), unido al exceso de oferta de liquidez internacional en los países industriales, al mejoramiento en la posición de reservas internacionales por parte del sistema monetario nacional, y a la imagen y credibilidad externas de Chile en materia financiera, explican en gran parte la afluencia de divisas de las que dispuso el país durante este período.¹⁸

¹⁶Otra variable que explicaría el elevado margen entre tasas activas y pasivas sería la inflación, derivado del hecho de que al recibir los depositantes una tasa real positiva, parte del impuesto inflación lo pagarían los prestatarios, cancelando altas tasas de interés por los préstamos. Véase R. McKinnon, "La intermediación financiera y el control monetario en Chile", en *Cuadernos de Economía*, N.º 43, diciembre 1977, pp. 31 y 32.

¹⁷Como en el cuadro 8, estas tasas corresponden a los valores observados (a diferencia de los esperados), tanto de las tasas nominales de interés, de la variación del nivel de precios, así como de la evolución del tipo de cambio nominal.

¹⁸Esta afirmación alude al 'impacto' monetario provo-

Tampoco puede dejar de mencionarse, además, el estímulo dado a la demanda de residentes por pasivos externos, debido al tipo de controles que prevalecieron sobre los movimientos de capitales internacionales que significaron, para quienes tuvieron acceso al financiamiento externo, la realización de ganancias monopólicas, o cuasimonopólicas, de consideración (véase tercera parte).¹⁹

Como se desprende del cuadro 10, durante los cuatro años comprendidos entre 1975 y 1978, las corrientes netas de capitales privados representaron el 74% de las operaciones de cambio y el 58% de la emisión acumulada durante ese período.

Nótese que si bien la entrada de crédito externo contribuye a reducir, a través de su influencia sobre el mercado de capitales interno, la tasa de interés, esto requiere que no se intente, simultáneamente, reducir el ritmo de incremento de los medios de pago. En efecto, si se aplican medidas tendientes a reducir la acumulación de crédito interno, se produce una situación en la que parte importante del esfuerzo realizado por el sector público se ve anulado por el crecimiento del dinero proveniente de la situación de balance de pagos.

Cabe mencionar que el pago de la deuda externa, de responsabilidad oficial, contribuyó a generar esta situación, toda vez que se requería una entrada neta 'activa' de divisas para cancelarla, aun cuando no puede descartarse el empleo de las reservas internacionales, por lo menos parcialmente, para dicho objetivo.²⁰ Sin embargo, no era necesario que las divisas requeridas fueran generadas por el sector privado. El sector público chileno pudo haber contribuido también a refinanciar la deuda a través de la adquisición de nuevos préstamos exter-

cado por la entrada de capital financiero externo, obtenido por el sector privado nacional.

¹⁹Lo aquí señalado no debe interpretarse como que la oferta de crédito externo es perfectamente horizontal, al mismo nivel, para todos los usuarios potenciales de dicho financiamiento, sino más bien, en el sentido de que las imperfecciones que caracterizan éste mercado se vieron agudizadas por inadecuados controles estatales.

²⁰Naturalmente, el 'impacto' monetario del pago de la deuda externa no es indiferente a la forma como el sector público genera los recursos necesarios. En particular, cabe distinguir el caso en que se reduce el déficit fiscal, de aquel otro en que el fisco se endeuda con el Banco Central.

Cuadro 8
CHILE: TASA DE INTERES BANCARIA REAL EN PESOS A 30 DIAS^a
(En porcentaje)

	1975			1976			1977			1978		
	Cobrada	Pagada	Margen	Cobrada	Pagada	Margen	Cobrada	Pagada	Margen	Cobrada	Pagada	Margen
Enero	-3.8	-4.0	0.2	3.7	-0.4	4.1	6.2	1.9	4.3	5.4	4.2	1.2
Febrero	-5.9	-5.5	-0.4	3.9	0.1	3.8	5.4	1.0	4.4	3.6	2.2	1.4
Marzo	-9.6	-8.0	-1.6	1.0	-3.2	4.2	3.8	0.1	3.7	1.5	0.1	1.4
Abril	-9.3	-6.8	-2.5	2.6	-1.3	3.9	3.9	0.9	3.0	1.8	0.7	1.1
Mayo	2.6	-1.3	3.9	4.8	2.3	2.5	3.8	1.4	2.4	3.6	2.4	1.2
Junio	1.0	-3.3	4.3	1.6	-0.6	2.2	3.5	1.4	2.1	2.8	1.3	1.5
Julio	10.9	5.4	5.5	2.7	-0.9	3.6	2.4	0.6	1.8	1.9	0.7	1.2
Agosto	9.4	3.7	5.7	6.0	2.6	3.4	2.8	1.0	1.8	1.8	1.0	0.8
Septiembre	8.7	0.3	8.4	3.7	0.3	3.4	2.4	1.0	1.4	2.1	1.3	0.8
Octubre	3.3	-0.4	3.7	4.8	1.3	3.5	2.6	1.3	1.3	3.6	2.7	0.9
Noviembre	3.5	-0.2	3.7	8.4	4.6	3.8	5.2	3.8	1.4	4.0	2.9	1.1
Diciembre	6.9	2.7	4.2	7.7	3.8	3.9	4.2	2.9	1.3	4.0	3.1	0.9
Anual ^b	15.9	-17.8		64.2	10.8		57.2	18.7		42.6	25.0	

Fuente: Banco Central de Chile.

^aDefinida como $i_R = \frac{i_N - p}{1 - p}$, donde i_N es la tasa bancaria nominal mensual, y p es la tasa de inflación mensual

medida por la variación del Índice de Precios al Consumidor.

^bCorresponde a la tasa real anual calculada acumulando la tasa mensual real a lo largo del año.

Cuadro 9
CHILE: TASA DE INTERES BANCARIA EN DOLARES A 30 DIAS^a
(En porcentaje)

	1975			1976			1977			1978		
	Cobrada	Pagada	Margen	Cobrada	Pagada	Margen	Cobrada	Pagada	Margen	Cobrada	Pagada	Margen
Enero	-6.88	-7.16	0.28	2.88	-1.16	4.04	6.61	2.28	4.33	4.42	3.19	1.23
Febrero	-7.03	-6.35	-0.68	4.19	0.27	3.92	5.21	0.83	4.38	3.28	1.92	1.36
Marzo	-11.60	-10.07	-1.53	7.58	3.26	4.32	14.54	10.48	4.06	1.82	0.43	1.39
Abril	-13.67	-11.31	-2.36	7.32	3.21	4.11	6.53	3.47	3.06	1.86	0.82	1.04
Mayo	4.06	0.12	3.94	5.48	2.91	2.57	3.89	1.40	2.49	3.40	2.26	1.14
Junio	6.86	2.27	4.59	5.84	3.53	2.31	2.46	0.36	2.10	3.09	1.63	1.46
Julio	3.97	-1.18	5.15	18.17	13.96	4.21	2.70	0.85	1.85	2.91	1.71	1.20
Agosto	9.47	3.86	5.61	6.19	2.68	3.51	1.41	-0.28	1.69	3.27	2.39	0.88
Septiembre	11.39	2.76	8.63	5.21	1.73	3.48	-2.29	-3.62	1.33	4.06	3.27	0.79
Octubre	1.96	-1.68	3.64	5.61	2.12	3.49	3.23	1.97	1.26	4.67	3.76	0.91
Noviembre	2.37	-1.29	3.66	5.80	2.13	3.67	3.52	2.20	1.32	4.53	3.49	1.04
Diciembre	3.26	-0.80	4.06	7.22	3.33	3.89	-0.11	-1.33	1.22	4.74	3.85	0.89
Anual ^b	0.39	-27.90		118.53	44.36		58.38	19.57		51.10	32.73	

Fuente: Banco Central de Chile.

^aDefinida como $i_D = \frac{i_N - i}{1 + i}$ donde i_N es la tasa bancaria nominal mensual y i es la variación porcentual mensual del tipo de cambio nominal.

^bCorresponde a la tasa anual, expresada en dólares, calculada acumulando la tasa mensual (expresada en dólares) durante el año.

nos; aunque no fue ésa la opción seguida, requiriéndose que a través del balance comercial o de la cuenta de capitales *privados* se obtuvieran las divisas para el pago del servicio de la deuda externa.

A lo anterior cabe añadir el objetivo de incrementar las reservas internacionales del país (las que, sin embargo, probablemente crecieron a mayor ritmo que el deseado), lo que necesariamente requería un papel muy activo de las operaciones de cambio dentro de la emisión de dinero, con lo que se retardaba la reducción en el crecimiento de los medios de pago.

Cuadro 10

CHILE: CORRIENTE NETA DE CAPITAL
EXTERNO PRIVADO Y EMISION

	(1) Emisión	(2) Opera- ciones de cambio	(3) Entrada neta ^a de capital privado	(3):(2) (Por- cen- taje)	(3):(1) (Por- cen- taje)
	(Corrientes anuales en millones de dólares)				
1975	639	476	236	50	37
1976	844	731	254	35	30
1977	665	346	267	77	40
1978	523	529	783	148	150
1975-1978	2 671	2 082	1 540	74	58

Fuente: Banco Central de Chile, *Boletín mensual y Series monetarias*.

^aEntradas brutas menos amortización e intereses.

2. La política antinflacionaria y la demanda por dinero

Uno de los aspectos de la política económica que llama poderosamente la atención es la actitud, en exceso pasiva, por parte de la autoridad económica respecto tanto al manejo de la demanda por dinero como a la influencia sobre las expectativas de inflación de la comunidad.²¹ Es sabido que el coeficiente de liquidez

²¹Las excepciones parecen haber sido, aunque quizás algo tardíamente, dos revaluaciones del peso (julio de 1976 y marzo de 1977); la fijación de una escala diaria del dólar

lo determina el público en general; sin embargo, el costo de mantener dinero puede verse afectado por la conducta del Banco Central. En este sentido, el momento escogido para liberar la tasa de interés,²² la cual, dadas las circunstancias prevalecientes, era previsible que adquiriese niveles extraordinariamente elevados, no parece haber sido congruente con la política antinflacionaria, tanto por sus implicaciones sobre la velocidad de circulación (véase nuevamente el cuadro 5) del dinero preexistente,²³ como por el 'impacto' provocado sobre la demanda por financiamiento internacional.

Es indudable que la liberalización de la tasa de interés, en un contexto intensamente inflacionario, unido a una devaluación relativamente lenta, estimuló a los agentes económicos a mantener sus activos financieros (en la forma de *cuasidínero*) en pesos y sus pasivos en dólares.²⁴ Como es natural, estos dos fenómenos eran contradictorios con una estrategia antinflacionaria que consistía en *intentar* reducir el ritmo de crecimiento del dinero (nominal), sobre todo si no se actuaba en forma decidida sobre los determinantes de la demanda (real) por el mismo.

Por tanto, aparentemente la sincronización de la privatización y de la liberalización de la tasa de interés no fue la más adecuada si se la compara con el esfuerzo desplegado sobre la disciplina fiscal que, entre otras cosas, contribuyó a una fuerte caída de la inversión y a un

a partir de febrero de 1978, y el intento de 'guiar' las tasas de interés en el mercado de capitales, el que duró muy poco tiempo.

²²Coincidente con un ritmo inflacionario elevadísimo, una fuerte restricción del gasto público, y con la privatización de un importante número de empresas con elevada participación estatal.

²³Esto se debe a que el tipo de activos financieros que se hacían más rentables y que antes no estaban a disposición de los agentes económicos, no incluían aquellos que conforman el dinero definido tradicionalmente; este último, por lo demás, era utilizado como guta e indicador del carácter más o menos expansivo o restrictivo de la política monetaria.

²⁴Cabe señalar, además, que la liberalización del sistema financiero nacional fue sólo parcial, lo cual, según algunos analistas, sería una causa principal del elevado margen entre las tasas activas y pasivas de interés. Véase R. McKinnon, *op. cit.*, pp. 22-57, y "Represión financiera y el problema de la liberalización dentro de los países menos desarrollados", en *Cuadernos de Economía*, N.º 47, abril, 1979, pp. 3-22.

aumento extraordinariamente elevado del desempleo.

Por otra parte, un interesante aspecto sólo fue abordado de manera parcial; nos referimos al intento de incrementar la demanda de dinero a través de la reducción de la tasa de encaje sobre los depósitos bancarios y/o del pago de un interés adecuado por parte del Banco Central sobre el encaje legal mantenido por el sistema bancario.²⁵

Como se sabe, el encaje legal sobre depósitos constituye, desde el punto de vista de los bancos, el equivalente a un impuesto al uso de un 'factor productivo'. La rebaja en el encaje significa una menor tasa impositiva; el pago de interés sobre el encaje legal reduce, en último término, la magnitud de ese impuesto.

Por lo tanto, al tener una mayor capacidad de realizar préstamos o, alternativamente, al hacerse más rentable para los bancos la captación de depósitos, cabe esperar que medidas como las señaladas incentiven, con mayor fuerza, la competencia bancaria por captar depósitos, los que tienden a transformarse en activos de mayor atracción para las personas y empresas, incrementándose así la cantidad demandada de los mismos.²⁶ Naturalmente, dicho incremento debería cotejarse con el aumento de emisión y con el probable aumento en el valor del multiplicador bancario derivado tanto de la reducción en el encaje legal como de una esperada disminución en la preferencia por circulante.

²⁵En la práctica, este último mecanismo operó reduciendo los requisitos de encaje del mes siguiente en el monto equivalente al interés que correspondía percibir por el encaje mantenido el mes anterior. Así, el 'pago' de intereses no dio origen a aumentos de la emisión, manifestándose su efecto en el comportamiento del multiplicador bancario.

²⁶Nótese que desde el punto de vista de las instituciones financieras, el pago de interés de mercado sobre el encaje legal es equivalente a una reducción de este último, con lo que tendería a reducirse el fuerte margen entre tasas activas y pasivas de interés. Si se define dicho margen por m y se le expresa, al igual que las demás variables, por unidad de depósito, se tiene que $m = i_a - i_p = g + c + e_a i_a - e_l i_l$, donde i_a = tasa de interés activa; i_p = tasa de encaje legal; e_a = tasa de encaje efectiva; i_l = tasa de interés aplicable al encaje legal; c = costos de administración e intermediación; i_p = tasa de interés pasiva; g = utilidad. Cambios apropiados en i_l y e_l , para modificar, en un determinado monto, el margen m , no necesariamente tienen la misma repercusión sobre el valor del multiplicador bancario y, en consecuencia, sobre el dinero.

Otro punto que interesa destacar en relación a una política antinflacionaria, basada en el intento de reducir el ritmo de crecimiento del dinero nominal, se refiere a la necesaria consideración que debe prestarse a la evolución de la demanda de flujo por dinero. El análisis monetario más tradicional considera sólo al dinero como acervo y es, en ese sentido, como habitualmente se estudian tanto la oferta como la demanda por dinero. Un concepto más pertinente para evaluar las implicaciones a corto plazo de los desequilibrios monetarios, alude al flujo de oferta y de demanda de dinero; y esta última corresponde a la demanda de dinero durante un cierto período de tiempo.

Sea como consecuencia de desequilibrios entre el acervo real de dinero deseado y el existente, del crecimiento económico, de expectativas de reducción en el costo de mantener dinero, de la probable menor rentabilidad alternativa de activos sustitutos del dinero, de la demanda de dinero nominal para reponer el acervo real deseado, o de una combinación de estos factores, existirá una determinada demanda por flujo nominal de dinero.

Si la autoridad monetaria no la satisface, se genera en ausencia de un ajuste a través del balance de pagos, un exceso de oferta de bienes y una caída en el ritmo de actividad económica, sin que por ello se reduzcan, durante algún tiempo, las presiones inflacionarias. Según algunos autores ésta sería una posible explicación 'monetaria' del fenómeno de la 'estanflación' chilena de 1975.²⁷

Considerando la elevada magnitud del impuesto inflación²⁸ a esa fecha, y al insistir la autoridad monetaria en controlar el crecimiento de M_1 , se produjo un exceso de demanda (por sobre la oferta) de flujo nominal de dinero. Ese desequilibrio se tradujo, en el mercado de bienes, en un exceso de oferta, de manera que

²⁷Véase L. Sjastaad y H. Cortés, "El enfoque monetario de la balanza de pagos y las tasas de interés real en Chile", en *Estudios de Economía*, Departamento de Economía, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Universidad de Chile, Santiago, N.º 11, primer semestre de 1978, p. 13.

²⁸Véase R. Zahler y E. Budinich, "Financiamiento gubernamental, emisión e impuesto inflación", en *Estudios de Economía*, N.º 8, segundo semestre de 1976, p. 138.

el ajuste macroeconómico se produjo fundamentalmente a través de una profunda recesión económica, reduciéndose de este modo la demanda por saldos monetarios reales.²⁹

Lo anterior señala la necesidad de que un programa antinflacionario que intente moderar el crecimiento de M_1 , considere también la evolución de la demanda por dinero, sobre todo cuando la liquidez real de la economía es excesivamente baja.³⁰ Esto último adquiere mucha importancia, ya que, en el caso chileno por lo menos, existe alguna evidencia de que cuando el costo de mantener dinero se torna excesivamente elevado, la demanda de acervo real de dinero se vuelve muy inelástica con relación a la tasa de inflación,³¹ no ocurriendo lo mismo, por cierto, con la demanda de flujo.

3. La política antinflacionaria, el tipo de cambio y la tasa de interés

Como es sabido, en una economía pequeña, abierta, con tipo de cambio no flotante, existe una relación muy estrecha entre las políticas cambiaria, monetaria y crediticia. El caso chileno se ha asemejado bastante a esta situación.

Un elemento que estuvo permanentemente en la discusión se refiere a cuál es el tipo de cambio de 'equilibrio' y cuál debería ser la política cambiaria más adecuada. Si se acepta que la autoridad monetaria decida fijar el tipo

de cambio en lugar de dejarlo flotar, ¿qué criterio debería guiar la programación cambiaria? Sobre este punto se ha escrito muchísimo y seguramente continuará siendo por mucho tiempo un tema de debate entre economistas. Un encuentro reciente organizado conjuntamente por CEPAL y el Banco Central de Uruguay, aporta interesantes ideas (muy relevantes para el caso de los países de América Latina) para un viejo debate.³² En los párrafos que siguen, se intentan algunas reflexiones adicionales derivadas de la experiencia chilena del último quinquenio.

Al parecer, la programación cambiaria se guió al menos por dos criterios: uno, en función de las diferencias en los ritmos de inflación internacional y nacional; y el otro, de acuerdo al monto de las reservas internacionales del país.³³ Además, en ocasiones se la utilizó como elemento para orientar expectativas de inflación y para obtener, a través de su influencia sobre exportaciones e importaciones, un déficit deseado en la cuenta corriente del balance de pagos.

Lo anterior refleja, sin duda, un caso donde se intenta utilizar un instrumento para obtener varios fines que no necesariamente son compatibles entre sí. En particular, no hubo claridad sobre si el tipo de cambio es el mecanismo a través del cual se desea controlar la apertura comercial; o si se le debe programar en función de la evolución del mercado de divisas. Por ejemplo, durante períodos en que se ha deva-

²⁹El intento de regular alguno de los determinantes de la demanda por dinero significaba retardar la liberalización financiera interna. Al parecer, para la estrategia económica oficial, la reforma financiera fue tan prioritaria que se optó por afectar el comportamiento de otros mercados y sectores económicos con tal de no entorpecer la evolución y desarrollo del mercado de capitales.

³⁰En el caso chileno, la demanda real de acervo de dinero se redujo fuertemente hasta mediados de 1976, fecha a partir de la cual el coeficiente de liquidez comenzó a subir. Para la implementación de la política monetaria a corto plazo es muy importante poder determinar la evolución de la demanda por acervo (real) y por flujo (nominal) de dinero, ya que en distintos momentos, a lo largo del tiempo, pueden coexistir desequilibrios de acervo y flujo de diferente intensidad, así como equilibrio en el sentido de acervo y desequilibrios en el sentido de flujos, y viceversa.

³¹Cuando es muy elevada la tasa de inflación (efectiva y esperada), los agentes económicos tienden a sustituir, dentro de su cartera de activos, los saldos monetarios reales por otros activos financieros y físicos de mayor renta-

bilidad que el dinero. Sin embargo, mientras no se reemplaza el dinero por otros bienes, como medio de cambio para realizar las transacciones, hay un 'mínimo' de dinero real, imprescindible, por su liquidez, para realizar los pagos en la economía. De este modo, por sobre cierta (elevada) tasa de inflación, la demanda por acervo real de dinero se vuelve muy inelástica. Sin embargo, como la demanda de flujo de dinero nominal depende, entre otros motivos, directamente de la tasa de inflación, se hace necesario, en un programa antinflacionario, compatibilizar, tomando las medidas de política adecuadas, la evolución de la oferta de flujo con la demanda de flujo por dinero. Véanse al respecto nota 30 y R. Zahler y E. Budinich, *op. cit.*, p. 142.

³²Seminario sobre política cambiaria, Banco Central de Uruguay y CEPAL, Montevideo, agosto de 1978.

³³Véase A. Bardón, "Algunas experiencias de la política cambiaria en Chile (1973-1978)", en *Seminario sobre política cambiaria, op. cit.*; y R. McKinnon, "La intermediación financiera y el control monetario en Chile", *op. cit.*

luado muy lentamente, e incluso revaluado, la entrada de capitales a corto plazo se ha incrementado, estimulada, al parecer, por expectativas acerca de la relación entre el ritmo futuro de devaluación y la evolución de la tasa de interés doméstica. Así, el solo empleo del tipo de cambio como instrumento de control monetario, sin acompañarlo de una adecuada programación respecto de las rentabilidades relativas de los distintos pasivos del sistema financiero, puede causar, al menos durante un cierto lapso, efectos muy diferentes a los esperados.³⁴ Esto último tiene especial importancia, por la estrecha interrelación entre el manejo del tipo de cambio y el de la tasa de interés.

Cuando el tipo de cambio está indizado y la tasa de interés es libre y adquiere los altísimos niveles que alcanzó en el caso chileno, no cabe duda acerca del enorme estímulo que ello significa para la entrada de capital financiero. Incluso, las regulaciones o intentos de control del mismo, serán algo inoperantes si la diferencial de intereses entre la economía nacional y el exterior, descontada la expectativa de devaluación (que puede incluir el riesgo cambiario en mercados paralelos), es lo suficientemente atractiva.

Esa, al parecer, fue la experiencia de la economía chilena. Al considerar *el monto de las reservas internacionales* como una guía para la determinación del tipo de cambio, se produce una situación en que, como consecuencia de la política monetaria inicialmente restrictiva, la tasa de interés interna sube; se estimula, en consecuencia, la entrada de capitales externos y se deprime (en términos relativos) el tipo de cambio.³⁵

Ello implica que el déficit en cuenta corriente y el consiguiente endeudamiento externo son mayores que los que habrían sido si el tipo de cambio se hubiese programado a base de otro criterio, devaluándose más rápidamente.

El país enfrenta de este modo una situación en la cual se puede retardar la recupera-

ción económica por la continua restricción sobre el gasto fiscal (que deja de ser el 'causante' de la inflación, pero cuya inactividad incide intensamente sobre la lentitud de la recuperación), unida a una demanda externa neta menor que la que habría existido si se hubiese aplicado una combinación diferente de políticas monetarias, fiscales y cambiarias.

A este respecto, llama la atención que el tipo de cambio real en Chile, a pesar de la rebaja de aranceles y del deterioro sufrido por los términos de intercambio durante el período 1975-1978,³⁶ fue en promedio un 2.3% inferior a su valor promedio de 1974.³⁷ Además, fue muy inestable con relación a su papel de asignador de recursos para actividades de exportación como de sustitución de importaciones, habiéndose devaluado en 1975 y en 1978 y revaluado en 1976 y 1977.³⁸ Esto estaría indicando que la rebaja arancelaria sería uno de los elementos explicativos, principalmente a través de la reducción en el costo de materias primas, insumos y bienes de capital importados, de la notable expansión de las exportaciones e importaciones del país en el último tiempo.³⁹

El fuerte deterioro que se observa en el saldo de la cuenta corriente en 1977 y 1978, y las proyecciones preliminares de 1979 señalan que sería deseable una devaluación más rápida,⁴⁰ a través de la cual, se generarían las divisas por medio de un menor déficit en la cuenta corriente. De este modo se otorgaría una mayor protección al mercado interno, y, si se logra afectar las expectativas de devaluación, se

³⁶En el período 1975-1978, el índice promedio de los términos de intercambio ha sido 77, frente a 85 (1960-1964), 119 (1965-1969) y 121 (1970-1974).

³⁷Véase cuadro 7. Naturalmente, persiste el problema de definir en forma adecuada cuál es el tipo de cambio real de 'equilibrio'.

³⁸Sin embargo, parece haberse percibido como bastante estable, con referencia a la evolución del tipo de cambio durante 1971-1973.

³⁹Naturalmente, la fuerte devaluación de los años 1974 y 1975, la caída inicial en la demanda agregada interna y la capacidad exportadora existente no utilizada hacia fines de 1973, jugaron un papel fundamental en el incremento de las exportaciones y, sobre todo, de las no tradicionales.

⁴⁰Naturalmente, dada la apertura de la economía, una medida de esa naturaleza tendría un impacto inflacionario derivado del incremento de precios, expresados en pesos chilenos, de los bienes y servicios comerciables internacionalmente.

³⁴Para mayores detalles al respecto, véase C. Massad, "La paradoja de septiembre", en *Estudios de Economía*, N.º 5, primer semestre 1975, pp. 51-56.

³⁵Si se libera más rápidamente la cuenta de capitales, este último efecto se magnificaría.

moderaría la entrada de capitales internacionales; se estimularían más aún las exportaciones no tradicionales, cuyo ritmo de crecimiento real, *en relación a la desgravación arancelaria*, debe tender a disminuir como consecuencia de que, una vez alcanzado el nivel y estructura tarifarios programados, cesarán los estímulos *adicionales* a las actividades intensivas en el uso de bienes importados.

Asimismo, se reduciría el ritmo de endeudamiento externo, el que durante 1978 y 1979 creció muy por encima del promedio del período. A este respecto, cabe notar que últimamente se ha argumentado que, en el caso de la economía chilena, no tendría mayor importancia el endeudamiento externo, puesto que éste lo estaría contratando mayoritariamente el sector privado, lo que aseguraría la rentabilidad de los proyectos financiados desde el exterior. Así, el servicio del endeudamiento externo se estaría cancelando en forma automática a través de la eficiencia asociada a los usos a los que éste sería asignado.

Parece necesario señalar, sin embargo, que el argumento anterior es excesivamente simplista. En efecto, por la gran acumulación reciente de deuda externa, se ha deprimido el valor del tipo de cambio, haciéndose más difícil ajustarlo a largo plazo. Pero el costo real de servir la deuda externa en el futuro requiere no sólo la generación de ahorro doméstico, sino, además, transformarlo en divisas. En consecuencia, si se producen cambios importantes en los términos de intercambio, en la liquidez internacional, o en las condiciones económicas o institucionales internas, de modo que el país no disponga de la actual abundancia de divisas, podría ser necesario modificar la paridad cambiaria, con sus consiguientes implicaciones sobre el valor real, expresado en recursos domésticos, de la deuda externa y sobre la eficiencia social de los proyectos financiados desde el exterior.

Por otra parte, y como ya se ha señalado, los compromisos previos existentes en materia de pago de la deuda externa de responsabilidad oficial, imponían fuertes presiones sobre el sector monetario. Tampoco es claro, sin embargo, cuál procedimiento de generación de divi-

sas sería el más adecuado, si un superávit en la cuenta de capitales autónomos o un menor déficit en la cuenta corriente. Quizás durante el período de mayor inflación, el estímulo al tipo de cambio pudo haber presentado algunos inconvenientes.

Sin embargo, un ritmo de devaluación persistentemente inferior a la diferencial entre la tasa nominal de interés interna y la internacional, estimula la corriente de capitales internacionales hacia el país. Cuando dicha entrada no financia un déficit en la cuenta corriente, sino que se traduce, principalmente, en acumulación de reservas internacionales, no contribuye a incrementar el ahorro total. En realidad, para un crecimiento dado en la cantidad de dinero, el crédito externo se torna competitivo con el crédito interno; en cambio, si la entrada de capitales internacionales se traduce en un mayor déficit en la cuenta corriente, se incrementa el ahorro externo.

Las combinaciones de devaluación (revaluación) y tasas de interés domésticas no son independientes respecto de la afluencia de divisas y de la creación de dinero base. Tampoco lo son con relación al grado de sustitución y/o complementación entre el ahorro doméstico y el ahorro externo. De la experiencia chilena parece deducirse que no es el tipo de cambio, especialmente cuando se lo emplea en forma aislada, un instrumento adecuado para el control de la base monetaria.⁴¹ La insistencia de programarlo con ese criterio tiene efectos importantes sobre otros objetivos de la política económica, en particular, el endeudamiento externo, la complementación entre el ahorro interno y externo, y la asignación de recursos entre bienes domésticos y comerciables, los que deben ser adecuadamente evaluados y contrastados con respecto al objetivo de la estabilización del nivel de precios.

⁴¹ Sin embargo, cuanto más abierta está la economía al exterior, más importancia adquiere la evolución del tipo de cambio como determinante *directo* (y no a través de su influencia sobre la base monetaria), junto a la inflación internacional, y a las características de los mercados de bienes y servicios no transables internacionalmente, de la inflación interna.

III

La apertura financiera al exterior ⁴²

Un aspecto de la política económica chilena disonante con el esquema general que ha guiado el programa económico del último quinquenio, es el relativo a la apertura de la economía chilena al capital financiero internacional. Es interesante notar que las experiencias recientes de Argentina y Uruguay fueron mucho más liberales en este aspecto y, por el contrario, bastante más cautas y 'gradualistas' en lo relativo a la apertura comercial.

A pesar de la impresión corriente de que Chile se ha endeudado fuertemente durante 1975-1978,⁴³ la evidencia empírica indica que ese juicio debe ser evaluado cuidadosamente. En términos *nominales*, entre fines de 1974 y fines de 1978, el país se endeudó en US\$ 2 137 millones, incrementando sus reservas brutas en US\$ 1 062 millones, lo que significó un endeudamiento neto nominal de US\$ 1 075 millones. Esto equivale a un crecimiento acumulado de 25.4% respecto del saldo deudor neto a fines de 1974, es decir, un ritmo promedio anual de endeudamiento neto nominal inferior al 6% (véase cuadro 11). Cabe mencionar, sin embargo, que las cifras de endeudamiento neto subestiman, en cierta medida, la deuda nominal 'efectiva', ya que es preciso mantener un elevado nivel de reservas para seguir teniendo acceso al financiamiento externo.

Por otra parte, se suele estimar el endeudamiento neto 'real' deflactando el valor nominal

⁴²El análisis que sigue se refiere a los créditos financieros más que a la inversión externa directa, debido a los distintos determinantes de ambos y la pequeña magnitud de la inversión directa en relación a los préstamos (entre 1975 y 1978 la inversión externa representó un 20% del flujo neto de capital autónomo, toda vez que los préstamos *privados* explicaron más del 100% del mismo), y a la más estrecha relación de estos últimos con los aspectos financieros de la política macroeconómica.

⁴³Esto pudo haberse debido a que, de hecho, durante este período se *estimuló* fuertemente el endeudamiento externo a través de una devaluación relativamente lenta, del propósito de incrementar fuertemente la posición de las reservas internacionales del país y de permitir la elevación sustancial de las tasas activas de interés.

Cuadro 11

CHILE: DEUDA EXTERNA: 1973-1978
(Millones de dólares)

Año	(1) Deuda externa	(2) Reservas brutas	(1)-(2) Deuda neta
1973	4 048	401	3 647
1974	4 774	535	4 239
1975	5 263	427	4 836
1976	5 195	816	4 379
1977	5 434	871	4 563
1978	6 911	1 597	5 314

Fuente: Banco Central. *Deuda externa de Chile 1978*.

Nota: Las cifras de deuda externa se refieren a los montos efectivamente desembolsados pendientes a fines de cada año. Comprende la deuda tradicional y otros pasivos con el exterior que incluyen el Fondo Monetario Internacional, créditos de proveedores y financieros al Sector Privado, así como líneas de crédito de corto plazo a bancos comerciales, Banco del Estado y Banco Central.

de la deuda externa por un índice de valor unitario de las importaciones del país. Dicho procedimiento señala que durante esos cuatro años, la deuda externa bruta real de Chile cayó a un ritmo promedio de 0.4% y la deuda neta real disminuyó a un ritmo promedio anual de 3.9% (véase cuadro 12).

Sin embargo, como se ha sostenido en un estudio reciente,⁴⁴ la metodología que acaba de señalarse presenta importantes limitaciones y parece más adecuado, para medir el peso efectivo de la deuda, deflactarla por un índice de la relación de términos de intercambio. Dicho cálculo, en el caso chileno, permite concluir que el ritmo promedio de crecimiento anual de la deuda bruta (neta), durante el período 1975-1978, alcanzó a 27.2% (22.7%). Es

⁴⁴Véase C. Massad y R. Zahler, "Inflación mundial y deuda externa: El caso del deflactor impropio", en *Dos estudios sobre endeudamiento externo*. Cuadernos de la CEPAL, N.º 19, Santiago de Chile, 1977.

Cuadro 12
CHILE: DEUDA EXTERNA: 1975-1978
(Variación porcentual)

Año	Deuda bruta			Deuda neta		
	a	b	c	a	b	c
1975	10.2	-8.3	82.4	14.1	-5.1	88.7
1976	-1.3	-3.2	-8.0	-9.4	-11.2	-15.6
1977	4.6	-5.7	16.4	4.2	-6.1	16.0
1978	27.2	17.8	34.0	16.5	7.8	22.7
1975-1978 ^d	9.7	-0.4	27.2	5.8	-3.9	22.7

Fuentes: Cuadro 11.

CEPAL: *Estudio económico de América Latina*, 1978.

^aRitmo de crecimiento de la deuda externa nominal.

^bRitmo de crecimiento de la deuda externa nominal deflactada por el índice de precios de las importaciones.

^cRitmo de crecimiento de la deuda externa nominal deflactada por el índice de términos de intercambio.

^dTasa de crecimiento anual promedio del período.

decir, el crecimiento real de la deuda externa, así definida, en los últimos cuatro años triplicó el de la deuda externa nominal.

Además, se observa, según cifras provisionarias, que el endeudamiento externo en 1979, al igual que en 1978, muestra una tendencia fuertemente creciente.

Pese a lo manifestado, y como consecuencia de las muy altas tasas de interés domésticas, las bajas tasas de interés en los mercados internacionales, la abundante liquidez internacional y la evolución del tipo de cambio en Chile,⁴⁵ parecía razonable esperar una afluencia mucho mayor de créditos externos.

Para comprender desde un punto de vista económico la menor entrada relativa de capital financiero a la economía chilena, deben considerarse, principalmente, tres aspectos.

En primer lugar, es necesario señalar que durante los primeros años de la aplicación de la nueva política económica, la actitud de la comunidad financiera internacional hacia Chile fue muy cautelosa, de manera que exis-

⁴⁵Recuérdese que la tasa de interés interna en dólares fue, en promedio, de 60% anual para el período entre 1975-1978.

tieron probablemente, hasta bien entrado el año 1977, importantes limitaciones al endeudamiento externo por el lado de la oferta de crédito internacional.

Una segunda consideración merece destacarse: mientras el sector público se endeudaba muy lentamente, no ocurría lo mismo con el sector privado. Como se desprende del cuadro 15, en los cuatro años analizados, el sector público incrementó su deuda externa en 17%, mientras que el sector privado lo hizo en un 228%. Este aspecto, como se señala más adelante, tiene importantes implicaciones redistributivas.

Un tercer elemento que permite explicar el fenómeno comentado, lo constituye un conjunto de trabas y restricciones impuestas por la autoridad monetaria a los capitales externos que pudieran ser captados por el sistema financiero nacional.⁴⁶

Entre las limitaciones más importantes a la entrada de créditos externos⁴⁷ destacan las relativas a plazos mínimos de repatriación, las que restringen el endeudamiento bancario en moneda extranjera, tanto en lo que se refiere a su monto (ligado al capital y reservas de los bancos), como a la rapidez con que se podría incrementar el mismo (por restricciones al flujo de endeudamiento) y a la capacidad de otorgar avales.⁴⁸

Hay además dos aspectos sobre este tema que juzgamos merecen ser analizados con detenimiento: uno relativo al enfoque monetario del balance de pagos; y, el otro, a las implicaciones sobre la asignación de recursos y la distribución del patrimonio relacionadas con

⁴⁶Véanse nota 15 y D. Tapia, "Apertura al mercado financiero internacional" en *Institucionalidad económica e integración financiera con el exterior*, Instituto de Estudios Bancarios Guillermo Subercaseaux, Santiago de Chile, 1979, pp. 107-130.

⁴⁷Durante 1979 hubo importantes modificaciones y simplificaciones a este respecto.

⁴⁸Estas limitaciones se refieren a las impuestas a la demanda por préstamos. Tampoco puede desconocerse que, incluso con apertura total, existen importantes imperfecciones, tales como fragmentaciones del mercado, garantías diferenciales, información imperfecta, evaluaciones de riesgo y racionamiento bancario a base de montos, además de precios, oferta de crédito externo de pendiente positiva, etc.

el tipo de restricciones al endeudamiento externo. Sin embargo, la carencia de información suficiente, desagregada y actualizada, hace necesario plantear la discusión a grandes rasgos, más bien a título de interrogantes y señalando sólo algunas recomendaciones generales que, a nuestro entender, se derivan de la experiencia chilena.

1. La apertura financiera externa y el enfoque monetario del balance de pagos

Como se indicó, la estrategia económica relativa al financiamiento externo no se ha encuadrado dentro de los lineamientos generales de la política económica.

Al parecer, en este sentido las autoridades económicas consideraron, al menos hasta mediados de 1979, que el denominado enfoque monetario de la balanza de pagos tiene más validez a largo plazo que en la coyuntura. En efecto, si se hace abstracción de los aspectos dinámicos en los movimientos de las cuentas del balance de pagos, trayectorias de ajuste de las variables, etc., una apertura y total integración al mercado internacional de capitales (conjuntamente con la liberalización del mercado interno de capitales, incluidas reformas de encaje, etc.), generaría, de acuerdo a la teoría monetaria del balance de pagos, una gran afluencia de crédito externo y una tendencia muy rápida a la igualación (ajustada por cierto riesgo) entre la tasa de interés nacional y las tasas internacionales. Esto traería consigo un estímulo importante a la inversión, sobre todo en materia de construcción (uno de los sectores económicos más deprimidos durante el último quinquenio) y un aumento de la actividad económica.

Los principales inconvenientes derivados de una medida como la señalada aluden al proceso de ajuste y, en particular, a sus eventuales repercusiones sobre la inflación (dependiendo del grado de apertura comercial y de la política cambiaria que se adopte, a través de la monetización de la acumulación de reservas), la situación del endeudamiento externo y la probable mengua del ritmo de la devaluación cambiaria, con los consiguientes efectos negativos sobre la actividad económica

y el empleo (particularmente en el sector productor de bienes transables).⁴⁹

El principal argumento esgrimido por las autoridades económicas para no liberalizar completamente el mercado financiero externo, se refiere al 'impacto' potencial que podría tener una llegada masiva de capitales externos sobre la oferta monetaria y, en consecuencia, sobre el esfuerzo estabilizador.⁵⁰ En realidad, acerca de este punto, se hace necesario evaluar la elasticidad de la demanda por financiamiento respecto de la tasa de interés, determinar la repercusión monetaria de la medida (incluyendo el mayor déficit en la cuenta corriente del balance de pagos) y compararla con la evolución prevista en la demanda de dinero.

En Chile son muy escasos los estudios empíricos respecto al comportamiento del mercado de fondos prestables. Sin embargo, la experiencia más reciente permite pensar que se requeriría una entrada de capitales muy importante para lograr disminuir la tasa de interés.⁵¹ Si esto fuese cierto, se generaría un exceso de oferta de flujo de dinero el que adoptaría fundamentalmente tres formas para equilibrarse.

La primera, es el ajuste a través del incremento de la *producción y/o de los precios*, principalmente de los bienes no transables internacionalmente, con la consiguiente repercusión sobre la actividad económica y/o sobre el nivel general de precios.

⁴⁹ Como es obvio existen otros argumentos para no permitir una apertura total al capital externo, como los de índole política que reconocen las implicaciones derivadas del hecho de que una parte sustancial del capital nacional esté en manos extranjeras, así como otros relacionados con las imperfecciones de los mercados de capital, costos de información, segmentación de mercados y, sobre todo, respecto a la inversión directa, argumentos relacionados con la forma de operar de las empresas multinacionales.

⁵⁰ Véase D. Tapia, "Apertura al mercado...", *op. cit.*

⁵¹ Esta afirmación se refiere a las implicaciones de la entrada de crédito sobre la deuda externa, más que a una elevada elasticidad-interés de la demanda por financiamiento externo. La tasa de interés interna no sólo depende del financiamiento externo, sino que además, del ahorro interno. Este último cayó fuertemente durante el período analizado. La tasa de interés interna a corto plazo expresada en dólares, a mediados de 1979 seguía siendo muy elevada, a pesar de una cuantiosa entrada de capitales. En 1975-1978, la entrada (neta de amortización e intereses) de capital *privado* representó el 4% del GPCB, cifra que alcanzó a 7% en 1978.

La segunda variable de ajuste actuaría a través del mercado financiero interno, mediante un aumento en la *demanda por dinero* (definido apropiadamente), derivada de la posible reducción del costo de mantener saldos líquidos, así como del incremento en el volumen de las transacciones.

Finalmente, la tercera vía de ajuste la constituye la variación del saldo de la cuenta corriente del balance de pagos. Como es natural, cuanto más abierta está la economía hacia el exterior y cuanto mayor sea el vínculo comercial establecido con los mercados internacionales de bienes y servicios reales, tanto mayor importancia adquiere esta variable. En consecuencia, es muy probable que una apertura más rápida al financiamiento exterior sólo genere transitoriamente una mayor presión inflacionaria y un cierto mejoramiento en la producción de bienes y servicios no transables. La principal repercusión, en consecuencia, sería que se produjese una mayor brecha en el balance comercial, con el consiguiente mayor endeudamiento externo y una caída en los niveles de actividad y empleo del sector productor de bienes internacionamente comerciables.

No obstante, esta última conclusión está muy vinculada a la política cambiaria que se decida adoptar durante la liberalización financiera externa. Si la trayectoria del tipo de cambio se guía por la evolución de la cuenta corriente y de la deuda externa, devaluándose más rápidamente (lentamente) frente al déficit en cuenta corriente o endeudamiento externo crecientes (decrecientes), se aumentará el nivel de precios, incrementándose la demanda nominal de dinero. La acumulación de reservas internacionales, en este caso, acompañada del intento por reducir el ritmo de crecimiento del dinero, significa que el financiamiento externo viene a sustituir al crédito interno, sin contribuir necesariamente a generar un mayor volumen de ahorro nacional. Si, por el contrario, la política cambiaria se guía por el saldo del *balance de pagos*, frente a una acumulación creciente de reservas internacionales, se devaluaría más lentamente (o se revaloraría), incrementándose el déficit en cuenta corriente y la deuda externa. De este modo, el financiamiento externo se constituye en ahorro proveniente

del exterior, el que, *dado* un cierto monto de ahorro doméstico, contribuye a que la economía gaste por sobre el nivel de su producto.⁵²

Nótese que un endeudamiento externo creciente trae aparejada una externalidad 'negativa' derivada de los criterios utilizados por los acreedores en sus evaluaciones de riesgo y solvencia, con lo que el costo marginal social (para el país) del endeudamiento externo es mayor que el privado. Este es un argumento en favor de la imposición de un impuesto a la contratación de financiamiento externo, aun cuando haya apertura financiera externa total.

A partir de la diferencial de tasas de interés, de la política cambiaria seguida, y del reconocimiento de la existencia de rezagos en la política económica, parece evidente que una apertura más rápida al financiamiento externo habría significado, en el caso chileno, un mayor endeudamiento externo neto, una caída en el nivel de actividad del sector productivo de bienes transables, y un incremento en la liquidez interna (o una combinación de los tres efectos), que justifican la preocupación de las autoridades por controlar el grado de apertura financiera al exterior.⁵³

No puede negarse, sin embargo, que una liberalización financiera interna más completa y una devaluación más marcada del peso habrían reducido significativamente la afluencia de capitales privados provenientes del exterior, junto a un probable estímulo al ahorro interno y a una menor incidencia de las operaciones de cambio —a través de la cuenta de capitales del balance de pagos— sobre la emisión monetaria y la estrategia antinflacionaria.

Puesto que se optó por una apertura comercial más rápida que la financiera,⁵⁴ parece interesante estudiar este fenómeno, y, en espe-

⁵²Como es evidente, el ahorro interno no es independiente del ahorro externo, siendo necesario, en cada caso concreto, especificar dicha interrelación.

⁵³Debe señalarse también que la eventual caída en la tasa de interés interna habría significado un estímulo (aunque probablemente pequeño) a la inversión y, por lo tanto, al crecimiento económico y al empleo.

⁵⁴En nuestra opinión, si bien era necesario regular el flujo de capitales externos hacia el país (fenómeno que se habría dado más fácilmente con una apertura comercial más gradual), los mecanismos utilizados distaron mucho de ser los más eficaces y equitativos.

cial, la forma a través de la cual se ha restringido el financiamiento externo, y sus implicaciones sobre la economía chilena. Esta materia se analiza a continuación.

2. Algunas consecuencias 'reales' del control al financiamiento externo

Uno de los fenómenos más interesantes de analizar en la experiencia económica chilena se relaciona con la *forma* que adquirió el control de la apertura financiera externa. Lo anterior se basa en el hecho de que para mantener coherencia con el resto de las medidas adoptadas, habría parecido natural esperar una apertura total a los mercados de capitales internacionales, o alternativamente y en razón de consideraciones de equilibrio macroeconómico a corto plazo,⁵⁵ un racionamiento del crédito externo a través del precio, que fue el mecanismo que ha regido la mayor parte del resto de las decisiones económicas.

Sin embargo, el procedimiento utilizado consistió⁵⁶ en establecer, de "hecho", restricciones cuantitativas al endeudamiento exterior sobre todo en el caso del sistema financiero doméstico, que es el que tiene más fácil acceso al mercado internacional de capitales.⁵⁷ En efecto, como ya se mencionó, el capital y reservas de las entidades financieras limitaban tanto su endeudamiento con el exterior como su capacidad para otorgar avales, existiendo, además, una limitación general a todos los agentes económicos en relación a los plazos del endeudamiento externo.

Lo anterior adquiere mayor relevancia si se recuerda que, además de regir ese tipo de limitaciones al endeudamiento externo, se li-

⁵⁵No puede dejar de mencionarse que en muy pocas áreas de la economía se tomó tan en cuenta, como aquí, la preocupación por el corto plazo y el proceso de ajuste.

⁵⁶En junio de 1979, se modificaron las limitaciones a bancos y sociedades financieras para ingresar créditos externos.

⁵⁷Es razonable argumentar que, por la característica propia de los flujos de capital financiero internacional, su volatilidad, actitud y evaluación del riesgo, etc., sea necesario establecer algún tipo de regulación cuantitativa a la entrada de crédito externo. Sin embargo, existen diferentes modalidades, con efectos de eficiencia y redistributivos también distintos, para implementar dicha regulación.

beró la tasa de interés en el mercado de capitales, se inició una rápida apertura comercial, se produjo la mayor parte del proceso de privatización de empresas, y se impuso una rígida disciplina al sector fiscal y a las empresas públicas.

Estos fenómenos trajeron consigo una fuerte elevación de la tasa activa de interés real en el sistema financiero a porcentajes extraordinariamente elevados,⁵⁸ un cambio muy profundo en el nivel y estructura de la demanda agregada y del consumo, así como en los precios relativos de los bienes y factores. La situación de la inversión y el desempleo en Chile durante el período, refleja, en cierta medida, las consecuencias de lo expuesto (véase cuadro 13). También se produjo un exceso de demanda por financiamiento, derivado, entre otros motivos, de la venta de empresas en poder del Estado, agravado por la demanda generada sobre el mercado de capitales interno por las empresas públicas, que veían limitados los aportes del fisco, así como los créditos del Banco Central.

Cuadro 13

CHILE: DESEMPLEO E INVERSION (Porcentajes)

Período	Tasa de des- ocupación Gran Santiago ^a	Tasa de inversión ^b
1960-1970	6.0	15.3
1971	5.5	14.1
1972	3.8	11.9
1973	4.6	12.0
1974	9.6	13.0
1975	16.2	10.7
1976	16.8	9.7
1977	13.2	10.7
1978	14.3	11.3

Fuente: Departamento de Economía, Universidad de Chile, *Comentarios sobre la situación económica, 1978, 1979 y Ocupación y desocupación en el Gran Santiago*, varios números.

^aSe refiere al promedio simple de los meses de marzo, junio, setiembre y diciembre.

^bInversión geográfica bruta en capital fijo como proporción del gasto del producto geográfico bruto.

⁵⁸La tasa pasiva, si bien ha sido crecientemente positiva, no ha sido muy elevada, como consecuencia del amplio margen de diferencia entre ésta y la tasa activa.

Por lo tanto, dos consecuencias de importancia derivadas del fenómeno que comentamos se refieren a la evolución de la inversión y a la asignación de recursos.

Es indudable que las elevadas tasas de interés de las colocaciones explican, aunque sólo sea parcialmente, la deprimida inversión privada del período, a lo que debe sumarse la caída de la inversión del sector público.⁵⁹ Además, las empresas que tuvieron acceso al crédito externo se caracterizan por su gran tamaño y por utilizar técnicas relativamente intensivas en capital lo que no asegura que sus inversiones generen necesariamente elevados niveles de empleo, ni sean las más eficientes desde un punto de vista social.

Es interesante observar a este respecto cómo durante estos años, a pesar de una cierta liberalización del mercado financiero interno, perduraron algunas de las características asociadas al manejo tradicional del sistema financiero. En efecto, se tiende a mantener el carácter dual de la estructura industrial y de la distribución del ingreso, de manera que unas pocas firmas reciben grandes flujos de créditos a costos preferenciales que invierten en empresas sobrecapitalizadas y sólo parcialmente utilizadas. Así, este sector genera grandes rentas, mientras la mayoría de las empresas más pequeñas y bastante intensivas en mano de obra subsisten con costos financieros extraordinariamente elevados.

Asimismo, puede sostenerse que, en forma similar a lo que ocurría en el pasado, un sistema financiero tan restringido otorga claras ventajas a aquellas empresas que tienen acceso directo o indirecto al crédito preferencial (en este caso el proveniente del exterior) y a las que pueden recurrir a sus utilidades no distribuidas, sean propias o de otras firmas pertenecientes al mismo grupo económico. En Chile, un importante conjunto de empresas combinan todas estas ventajas y, por lo tanto, mejoran su posición competitiva, lo que no responde necesariamente a un incremento en la eficiencia productiva.

De lo señalado en los párrafos anteriores,

⁵⁹ Esta última representó, en 1974, el 12% del GPCB, llegando, en 1977, a sólo el 6.4%.

se deduce que los *mecanismos* utilizados para controlar la corriente de préstamos externos a Chile no contribuyeron a un adecuado nivel de inversión ni a una asignación eficiente de la misma, y, lo que es más probable, permitieron generar un importante cambio en la distribución y concentración del patrimonio.

En efecto, debido a la forma en que se intentó regular la corriente de endeudamiento externo, se crearon las condiciones para que las empresas con acceso al crédito internacional obtuviesen cuantiosos beneficios. En otras palabras, debido a la forma en que se distribuyó la 'cuota de importación' de capital financiero, se generó una utilidad proveniente de la diferencia entre el precio internacional y el precio interno del mismo.⁶⁰

Incluso hay evidencias de que algunas empresas se habrían dedicado a la actividad de importación, estimuladas básicamente por el crédito externo asociado a la importación. Asimismo, se ha sostenido que el déficit en la cuenta corriente del balance de pagos estaría sobreestimado por el incentivo de poder subfacturar exportaciones y sobrefacturar importaciones, ingresando la diferencia bajo la forma de crédito externo.

Estimaciones preliminares muy conservadoras indican que la transferencia obtenida en esta forma por empresas privadas con acceso al crédito externo durante el período 1976-1978 alcanzó, al menos, a US\$ 540 millones, cifra que a mediados de 1979 superaba los US\$ 650 millones⁶¹ (véase cuadro 14).

Además de lo expuesto, debe mencionarse el hecho de que mientras el sector privado se financiaba crecientemente desde el exterior, el sector público lo hacía a un ritmo muy inferior. En efecto, entre fines de 1974 y fines de 1978, la deuda privada aumentó en US\$ 1 449 millones, pasando a representar más del 30% del acervo total de deuda del país, cuando a fines de 1974 dicho porcentaje era inferior al 14%. El sector público, en cambio, que tuvo un

⁶⁰ Debe reiterarse, sin embargo, que, independientemente del grado de apertura financiera al exterior, persisten muchas imperfecciones en los mercados nacional e internacional de capitales.

⁶¹ A fines de 1978, el valor de venta de las empresas en poder del Estado, privatizadas durante el período, alcanzó a US\$ 585 millones.

Cuadro 14

CHILE: UTILIDADES FINANCIERAS DE EMPRESAS PRIVADAS CON ACCESO AL CREDITO EXTERNO

Año	Tasa de interés			Alternativa (1)		Alternativa (2)		Alternativa (3)	
	LIBOR	Chile	Diferencia ^b	Artículo 14 ^b		Capitales autónomos ^c		Stock deuda externa ^d	
				Sector privado	Utilidad	Sector privado	Utilidad	Sector privado	Utilidad
	(porcentaje anual en dólares)			(millones de dólares)					
1976	6.12	118.53	1.0629	227	121	319	170	641	681
1977	6.42	58.38	0.4554	287	169	381	207	772	351
1978	9.35	51.10	0.3240	750	251	932	326	980	318
1979 (1er. sem.)	11.21	42.10	0.1968	500	113	(466)	133	1 569	155
					654		836		1 505

Fuente: Banco Central de Chile, *Boletín mensual*, mayo 1979; *Deuda Externa de Chile*, junio 1979.

^aSe calculó como la diferencia entre la tasa de interés bancaria de colocaciones en Chile, expresada en dólares, y el doble de la tasa LIBOR.

^bLa alternativa (1) se calculó a base de los siguientes supuestos; a) los únicos montos ingresados son los créditos liquidados al sector privado por el artículo 14; b) su permanencia en el país es de dos años; y c) el monto disponible por año es igual a la mitad del flujo anual. Este cálculo está subvaluado tanto por la cobertura del artículo 14 (no se incluyó el artículo 15 que corresponde a créditos para el sector privado), como por el período de permanencia, ya que estos créditos quedan en el país por dos años como límite mínimo; y por no considerar el stock de la deuda del artículo 14 existente a fines de 1975.

^cLa alternativa (2) se basa en datos de la Balanza de Pagos y se refiere al Movimiento (neto de Amortización) de Capital Autónomo de uso privado. En este caso se repitieron los supuestos de la alternativa (1) para los movimientos de capital a largo y a mediano plazos y se supuso sólo un año de permanencia al 50% del monto de créditos a corto plazo. Para el año 1979 se estimó un movimiento igual al del año 1978, para todo plazo.

^dLa alternativa (3) se basa en el supuesto de que el total del stock adeudado por el sector privado al exterior a fines del año anterior permanece sólo un año en el mercado. No incluye la deuda privada tradicional ni la a corto plazo.

incremento de deuda acumulada por US\$ 688 millones, bajó su participación desde 87% (fines de 1974) a un poco menos del 70% a fines de 1978.

Cuando se considera el servicio de la deuda, obsérvase que la corriente neta de recursos externos al sector público en los cuatro años aquí estudiados fue *negativa* (-US\$ 468 millones), mientras que la del sector privado alcanzó a US\$ 948 millones. Si en lugar de la deuda externa, se utilizan cifras del balance de pagos, la situación es aún más favorable para el sector privado en relación a la del sector público. Además, el endeudamiento del sector público a través del artículo 14, D.L. 471, principal medio por el que ingresaron créditos externos al país, fue, durante el período 1975-1978, inferior al 8%, correspondiendo más del 90% al endeudamiento del sector privado.

De todo lo anterior se deduce que no sólo se produjo una probable asignación ineficiente y de tendencia concentradora dentro del sector privado nacional, sino que, además, el sector público, incluidas por cierto sus empresas, se ha visto en condiciones financieras muy desventajosas en comparación con aquellas empresas privadas que tuvieron acceso al crédito externo en las mencionadas condiciones.⁶²

Los criterios de eficiencia y equidad indican que si se desea racionar el crédito externo, conviene hacerlo a través de un impuesto (com-

⁶²Se puede sostener que el sector privado se endeudaba en el exterior como una forma de financiar el pago del impuesto inflación, muy elevado durante ese período. Sin embargo, la incidencia de dicho impuesto recayó principalmente sobre aquellos agentes económicos a quienes les era más difícil sustituir circulante o depósitos a la vista, por

Cuadro 15

CHILE: DEUDA EXTERNA^a POR SECTORES: 1973-1978
(Millones de dólares)

	Deuda pública		Deuda privada		Deuda total
	Millones dólares	Porcentaje	Millones dólares	Porcentaje	
Diciembre 1973	3 260.2	80.6	787.8	19.5	4 048
Diciembre 1974	4 138.2	86.7	635.8	13.4	4 774
Diciembre 1975	4 444.6	84.5	818.4	15.6	5 263
Diciembre 1976	4 163.8	80.2	1 031.2	19.9	5 195
Diciembre 1977	4 067.4	74.9	1 366.6	25.2	5 434
Diciembre 1978	4 826.0	69.8	2 085.0	30.2	6 911

Fuente: *Institucionalidad económica e integración financiera con el exterior*, op. cit.

^aVéase nota en cuadro 11.

plementado eventualmente con otros mecanismos) cuya recaudación corresponda al gobierno.⁶³ Si bien es cierto que el mercado de capitales, nacional e internacionalmente, dista mucho de ser perfecto, una medida como la señala-

da reduciría drásticamente los serios inconvenientes asociados a ciertas modalidades con que se implementaron las restricciones cuantitativas de importación de capital.⁶⁴

Cuadro 16

CHILE: CORRIENTE BRUTA Y NETA DE CREDITOS EXTERNOS^a
POR SECTORES

(Millones de dólares de cada año)

	1975		1976		1977		1978					
	Cte. bruta	Serv. de la deuda	Cte. neta	Cte. bruta	Serv. de la deuda	Cte. neta	Cte. bruta	Serv. de la deuda	Cte. neta			
Sector público	768	778	-10	545	868	-323	580	1 042	-462	1 529	1 202	327
Sector privado	110	54	56	238	224	14	526	199	327	824	273	551
Total	878	832	46	783	1 092	-309	1 106	1 241	-135	2 353	1 475	878

Fuente: Banco Central de Chile.

^aVéase nota en cuadro 11.

otros activos, así como sobre los prestatarios en el mercado nacional de capitales a corto plazo. Es evidente que no pertenecen a dichas categorías las grandes empresas privadas con acceso al financiamiento internacional, al cual recurrirían, precisamente, para 'evadir' el impuesto inflación.

⁶³Las medidas adoptadas por el Banco Central durante el segundo trimestre de 1979, con el propósito de establecer encajes obligatorios al ingreso de ciertos créditos ex-

ternos, son similares a la señalada en el texto. Sin embargo, para entonces, el principal efecto redistributivo ya se había consolidado.

⁶⁴Sin embargo, como se señaló antes en el texto, si la oferta de crédito externo se torna muy inestable, puede ser necesario recurrir a algún mecanismo de control directo, regulado por la autoridad económica.

IV

Resumen y comentarios finales

Este trabajo comenzó con una breve reseña de la situación macroeconómica que enfrentó la política económica llevada a cabo en Chile desde fines de 1973.

Luego se analizaron los fundamentos de la estrategia de estabilización, basada en el intento de reducir el ritmo de crecimiento del dinero nominal, definido tradicionalmente.

Se consideró que dicha política tendía a ser contradictoria con la progresiva apertura de la economía chilena al exterior, debido al carácter crecientemente endógeno de la oferta monetaria. La dificultad en el control del dinero base se agudizó por la liberalización extremadamente rápida (aunque parcial) del mercado de capitales interno, sobre todo en circunstancias en que hubo una extraordinaria liquidez internacional.

En consecuencia, el programa de estabilización parece haber sido concebido teniendo como marco de referencia una economía cerrada, toda vez que al irse internacionalizando las relaciones económicas del país, la restricción del crédito interno, en particular el dirigido al sector público, se esteriliza, en mayor o menor medida, a través de la afluencia de divisas. Esta última fue estimulada, además, por la evolución de la tasa de interés interna y la política cambiaria seguida durante 1975-1978.

Por lo tanto, se percibe como excesivo el peso recaído sobre el sector público chileno, con los consiguientes efectos adversos sobre el nivel de inversión, empleo y gasto social.

Al restringir el análisis a un tipo de cambio no flotante, se argumentó que la política cambiaria no debe utilizarse como instrumento de control monetario (aunque de hecho se constituye en un importante determinante directo de la evolución de los precios internos en una economía abierta); señalándose que se intentó usar y programar un instrumento, el tipo de cambio, a base de consideraciones no necesariamente coincidentes, tales como el nivel de reservas internacionales, la deuda externa, expectativas de inflación y el diferencial entre los ritmos de

inflación interna e internacional. Se hace evidente, además, que el uso alternado de diferentes objetivos y/o guías de política cambiaria puede implicar una excesiva inestabilidad en el tipo de cambio real.

Se examinaron las ventajas e inconvenientes de que sea la evolución de la cuenta corriente o la del saldo de balance de pagos el criterio más adecuado para la política cambiaria; se concluyó que si se desea que el financiamiento externo se canalice en la forma de mayor ahorro externo, parece más conveniente que el tipo de cambio se guíe en función del nivel de reservas internacionales. Si en lugar de ello no se desea incrementar el endeudamiento externo y tampoco se adoptan medidas crediticias adecuadas tendientes a reducir la afluencia de divisas a través de la cuenta de capitales, el financiamiento externo será principalmente un sustituto del crédito interno.

Se concluyó, por tanto, que la oportunidad de la apertura al exterior, de la liberalización financiera interna y de la privatización de empresas no fue congruente con el esfuerzo desplegado por el sector público dentro de la política monetaria. Una apertura comercial más gradual hacia el exterior, y medidas tendientes a frenar directa o indirectamente (operando a través de la política crediticia) la entrada de capitales desde y hacia el sector privado, pudo haber permitido una programación monetaria menos restrictiva en relación a la actividad fiscal y a la de las empresas públicas.

Con relación a la demanda por dinero, se destacó el papel excesivamente pasivo adoptado por la autoridad económica, cuyas consecuencias fueron agravadas por la oportunidad en que se impulsó el desarrollo del mercado de capitales. Todo ello contribuyó a demorar la reducción de la inflación, así como a explicar parte importante del proceso de 'estanflación' padecido por la economía chilena durante parte del periodo de tiempo estudiado.

En consecuencia, se sugiere que durante los procesos de estabilización basados en polí-

ticas monetarias restrictivas, debe darse más énfasis al intento de control de las expectativas inflacionarias y/o al comportamiento y evolución de los sustitutos del dinero.

Más adelante se analizaron las implicaciones derivadas de una apertura al exterior a un ritmo y características diferentes en el sector real en relación con el sector financiero de la economía.

Se intentó demostrar la íntima vinculación de las políticas cambiaria, monetaria, fiscal y crediticia en un proceso de esta naturaleza. En especial, destacóse la necesidad de dedicar más atención a la composición, además del nivel, del balance de pagos; se señaló el doble papel del tipo de cambio, tanto en lo relativo al balance comercial como a través de la repercusión que las expectativas sobre su evolución futura genera en los movimientos de capitales internacionales.

Se analizó la justificación, basada en argumentos antinflacionarios y relativos al endeudamiento externo, enunciada para llevar a cabo la apertura financiera al exterior en forma relativamente lenta. Se indicó que, si bien dichos argumentos no carecen de validez, adquirirían más fuerza si la apertura comercial se hubiese efectuado también más gradualmente; en todo caso, es muy discutible la magnitud y la forma a través de la cual se restringió la entrada de capitales externos.

La política de una devaluación esperada más acelerada, unida a un manejo crediticio interno tendiente a reducir el margen entre tasas activas y pasivas de interés y al intento de cuantificar y actuar consecuentemente sobre la demanda de flujo por dinero nominal, pudo significar una situación monetaria tal que, sin generar fuertes presiones inflacionarias, no se hubiese reducido tan drásticamente el gasto e inversión del sector público.

Los mecanismos utilizados para controlar la afluencia de capitales no parecen haber sido los más adecuados para promover mayor inversión, empleo ni una óptima asignación de recursos.

Asimismo, se estimó el monto de las transferencias obtenidas por el sector privado nacional que tuvo acceso al crédito externo, destacándose sus importantes consecuencias redistributivas, tanto dentro del sector privado como con respecto a la situación del sector público.

Del análisis efectuado se concluye que la política macroeconómica aplicada no fue neutral con respecto a los sectores y grupos que debieron soportar, no sólo el costo derivado de la política de estabilización, sino que, además, los efectos redistributivos asociados a la particular forma como se realizó la apertura financiera al exterior.

Parece claro que, a base de criterios de eficiencia y equidad, un impuesto de beneficio fiscal, equivalente a un arancel a la importación de crédito externo, es un mecanismo más adecuado para controlar la apertura financiera externa, si se lo compara con el establecimiento de restricciones cuantitativas. Aquéllas podrían adquirir mayor importancia si se estima que la oferta de liquidez internacional que enfrenta un país es muy errática o inestable. Esta última consideración, por lo demás, unida a la velocidad de ajuste de los movimientos de capitales en comparación a la de los bienes, sugiere que la apertura financiera al exterior presenta más dificultades para el manejo de la política macroeconómica que la de índole comercial.

Por último, si se decide efectuar una reforma al sector externo de la economía, deben analizarse, evaluarse e implementarse en forma coordinada la apertura comercial y la financiera.