

# Mercado Global y Política Monetaria

*En los últimos años, con su modelo económico consolidado, Chile ha experimentado un acceso cada vez más amplio a financiamiento externo, junto con un interés creciente de inversionistas extranjeros por participar en la producción de bienes y servicios en las áreas de su especialización.*

Alvaro Saieh\*

**E**s a partir de mi experiencia como empresario, tomando decisiones de inversión, que expreso algunos puntos de vista y algunas inquietudes sobre la política económica en latinoamérica.

Creo que somos lentos para reconocer la profundidad y celeridad de los cambios que afectan a las economías latinoamericanas. No tomamos suficientemente en serio el potencial transformador de lo que se ha denominado el proceso de globalización de los mercados, de la creciente interrelación real y financiera entre las economías.

## La visión que subyace las tendencias en los mercados

Veo a los mercados privados, de muchos países de Latinoamérica, dando señales muy similares. Me refiero aquí a una evolución de los precios de activos financieros que parece tener mucho en común en distintos países.

Es cierto que luego de la crisis de la deuda y en los años más recientes ha existido un proceso de reformas, con un sentido muy semejante, en distintos países. Mayor disciplina fiscal, apertura comercial, privatización, reformas a los sistemas de seguridad social, desregulación en los mercados laborales, etc.

Chile fue pionero en llevar a cabo reformas en este sentido. Pero hoy, la misma orientación de las políticas chilenas está presente en muchas reformas relevantes en otros países de nuestra Región. Siendo así, uno podría atribuir la mayor sintonización en la evolución de precios de activos a una mayor similitud en las políticas en aplicación.

Pero la verdad es que, aunque surgiendo una cierta uniformidad en la orientación de las políticas, el grado de profundidad de las reformas es aún muy diverso. Hay desde reformas consolidadas, hasta reformas muy incipientes, y desde desempeño muy positivo hasta situaciones, sino de crisis, de convalecencia.

Mi impresión es que los mercados privados, más que reflejar realidades similares hoy, reflejan una apuesta a

un futuro relativamente cercano. Una expectativa de que las reformas se van a profundizar en los distintos países, que los mercados van a completar su apertura y que, al final, la diferenciación objetiva entre mercados según el país al que pertenezcan va a ser menor. Hay apuesta a que las economías nacionales, de la región, cada una a su tiempo, van a optar por una inserción profunda, ante una realidad en que la eficiencia económica, el crecimiento y en definitiva el bienestar, estarán estrechamente vinculados al grado de inserción de las economías nacionales en la economía mundial.

Creo percibir que existe una lectura por parte del mercado privado, según la cual, la tecnología va a exigir que las economías se integren cada vez más, hasta transformarse en barrios económicos inmersos en el mercado global.

## El enfoque de los hacedores de política: lo que ilustra el caso de Chile

Frente a esta observación sobre lo que ocurre en los mercados privados, me parece observar que en la política económica, en los gobiernos, se sigue pensando en términos de economías menos interrelacionadas, donde los movimientos de bienes y capital pueden ser controlados, y donde, por lo tanto, siguen siendo válidos objetivos macroeconómicos más tradicionales y las herramientas con que siempre se procuró alcanzarlos. Permítanme ilustrar mi noción con la discusión en Chile sobre manejo macroeconómico, y me disculpo por poder hacerlo sólo en términos generales más que científicos. Siendo Chile el país más avanzado en sus reformas y con mejor desempeño en distintas áreas, esperaríamos que esta supuesta tensión entre la percepción de los empresarios nacionales y extranjeros, y las políticas públicas fuera ya más evidente. Y creo que es así.

En los últimos seis años, con su modelo económico consolidado, Chile ha experimentado un acceso cada vez más amplio a financiamiento externo, junto con un interés creciente de inversionistas extranjeros por participar en la producción de bienes y servicios en las áreas de su especialización.

Esto ha creado un grado de dificultad para las autoridades, que luego de las crisis de 1982, que alcanzó gran profundidad en nuestro país, desconfían de las cifras exuberantes, especialmente cuando se refieren al déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Las autoridades, desde comienzo de los noventa, subieron las tasas de interés domésticas para desincentivar el gasto,



con los resultados esperables en términos de acumulación de reservas internacionales. En un comienzo fueron flujos de más corto plazo, y las autoridades buscaron desincentivarlos poniendo un poco de arena en el arbitraje.

Por un tiempo se experimentó con aceleraciones en la tasa de devaluación del peso chileno respecto del dólar americano y posteriores apreciaciones bruscas, tratando de hacer menos predecible la política cambiaria. Luego fue la fijación del peso contra una canasta de monedas, de nuevo buscando aumentar el riesgo cambiario. Luego fue la introducción de encaje no remunerado a los créditos. Más tarde se intensificó el encaje que finalmente se ha extendido a operaciones con acciones de sociedades anónimas transadas en bolsas externas y a ciertas formas de inversión extranjera.

Todas estas medidas tienen un costo importante. Con un sector privado pujante e imaginativo tienen, además, poca duración. Ante cada regulación se crean formas de evadirla, con un costo en términos de eficiencia en la asignación de los recursos e incluso en términos de equidad entre tipos de empresas.

El manejo del tema de los encajes debe ser frustrante y desgastador para la autoridad económica y es motivo de permanente incomodidad para el sector privado. Como habrán observado, el problema que los encajes pretenden remediar, esto es la acumulación de reservas que resulta de querer el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos a través de tasa de interés más altas, sigue presente en Chile. Este año la acumulación de reservas del Banco Central de Chile llega ya a 3,5% del PIB.

Sin embargo, a pesar de los costos del encaje, la política sigue vigente. Se tiene la sensación de que eliminar los encajes crearía un problema patrimonial serio para el Banco Central. Hay investigaciones que concluyen que los encajes no tienen ningún efecto junto a otras que afirman lo contrario. En tanto el Banco Central, que tiene la responsabilidad final, no duda en ir perfeccionando su batería de restricciones, entre ellas, en primer plano, los encajes.

Hay quienes plantean abandonar derechamente la política de limitación al déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Ellos deben enfrentar, sin embargo, la objeción de quienes ven un riesgo en un déficit en cuenta corriente abultado. Riesgo de tener que enfrentar en esas condiciones un shock, que resulte desestabilizador, y que conduzca, como en episodios anteriores, a problemas sistémicos que inducen al Banco Central y al Fisco a hacerse cargo de las pérdidas con un enorme costo para los contribuyentes.

El juego ha estado entonces en buscar nuevas combinaciones de los instrumentos convencionales para mantener las limitaciones al déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, descansando menos en los encajes.

Una proposición ha sido ir al tipo de cambio libre, sin ninguna intervención del Banco Central, para frenar la acumulación de reservas internacionales. Pero me parece claro que esta alternativa no está libre de costos. Si se mantiene en forma permanente una tasa de interés doméstica distanciada de las tasas externas, lo que va a frenar la entrada de capitales debería ser una apreciación real del peso, también permanente, que mantenga una expectativa importante de devaluación posterior. Bien puede ser que esta combinación de políticas, intervención sobre la tasa de interés con tipo de cambio libre, pero

muy apreciado, tenga entonces costos muy superiores a los que hoy debe enfrentar la economía.

Lo que se está constatando es algo bien establecido. La pérdida de capacidad para actuar sobre tasas de interés, y para hacer política monetaria, en un contexto de movilidad de capitales. Entonces ha surgido una discusión en torno a la posibilidad de involucrar al fisco en las tareas de limitar el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. La noción es: si a las tasas de interés de mercado el gasto privado tiende a exceder el ingreso privado, entonces el fisco debería generar un superávit compensatorio. La fórmula sería con tasas de tributación variables, capaz de recaudar más, para ahorrar más en el fisco, en los momentos de expansión privada y viceversa.

Creo que esta proposición es extremadamente riesgosa. Supone, para ser efectiva, que cambios transitorios en tributación son, en algún grado, tomados como permanentes o alternatively, descansa en el posible menor gasto de los sectores relativamente más necesitados, como serían los afectados por restricciones de liquidez.

Más importante, supone que el fisco extrae impuestos y luego los devuelve al sector privado, situación que parece muy poco probable.

Como vemos, la referida tensión entre los mercados y las autoridades con responsabilidad por el desempeño macroeconómico está en el primer plano de la discusión macroeconómica y financiera en nuestro país. El recuento de las medidas aplicadas y de las proposiciones que hoy circulan, ilustra mi noción de que, frente a la fuerza del mercado en una cierta dirección, lo que aún busca la autoridad, es reservarse espacios para suavizar, limitar, postergar el momento en que la inmersión en el mundo globalizado es total.

## ¿Cuál visión debe orientar las políticas?

¿Es viable el enfoque regulador en el largo plazo? Si no lo es, ¿cómo deberíamos prepararnos para ese momento de inmersión completa en el mercado global?

Mi propia visión es que más que la búsqueda de fórmulas para regular y aplacar las tendencias en los mercados, deberíamos tomar en serio la globalización como el escenario del futuro, y avanzar la búsqueda de fórmulas que nos permitan vivir en una economía que se transformó en parte del mercado global.

Mi impresión es que si hay una razón para mantener limitaciones al déficit en la cuenta corriente, a pesar de las consecuencias negativas que hemos visto, ésta tiene que ver con que ha probado ser muy fácil extraer recursos de los contribuyentes cuando vienen las crisis macroeconómicas. Las malas experiencias hacen razonable que las autoridades busquen bajar las probabilidades de ocurrencia de las crisis.

Las fórmulas que pueden facilitar la integración de nuestras economías son entonces las que independizan a los contribuyentes de los problemas que puedan surgir en el funcionamiento de la economía privada.

## ¿Cómo dificultamos la extracción de recursos públicos en beneficio de privados ante

## dificultades macroeconómicas?

Creo que para avanzar en este objetivo, deberíamos pensar en ir desmontando la institucionalidad reguladora de la macroeconomía, que trae como consecuencia la responsabilidad pública en el manejo de la crisis, para concentrar esfuerzos en crear barreras protectoras de los recursos públicos, frente a eventuales dificultades sistémicas.

Este tema es antiguo, y tiene relación con muchas discusiones en torno a Currency Boards, o a la llamada proposición de Simon, como alternativas a los Bancos Centrales en su versión más difundida, esto es, con amplias atribuciones sobre lo monetario y cambiario.

## ¿Debemos tener más Banco Central o menos Banco Central?

Nuestro Banco Central de Chile pierde hoy recursos anuales por el equivalente a uno por ciento del PIB, por tratar de regular la cuenta corriente de la Balanza de Pagos. Esto, a pesar de los encajes. Y habría que agregar el costo en términos de deterioro en la asignación de recursos que tiene los encajes para el país. Esto claramente excede lo que el Banco Central podría recaudar por concepto de señoría, que ha sido siempre un argumento importante en favor de moneda propia y Banco Central.

Otro argumento a favor de instituciones monetarias propias es poder suavizar el impacto de shocks sobre la economía, a través de la posibilidad de devaluar la moneda nacional en determinadas circunstancias. ¿Está el Banco Central asegurando hoy un ambiente menos vulnerable a shocks externos?

No es en absoluto claro. Una consecuencia de intervenir sobre la tasa de interés y, por esa vía, sobre los precios de todos los activos de la economía, es desincentivar la diversificación del portafolio de los chilenos. En una economía muy dependiente de unos pocos items de exportación, sería saludable un mayor grado de diversificación internacional en los portafolios privados e institucionales. Sin embargo, los retornos esperados más altos para los activos chilenos, que resultan de la intervención del Banco Central, producen el efecto contrario. Los fondos de pensiones chilenos invierten fundamentalmente en Chile. Lo mismo los fondos mutuos y los inversionistas privados.

## Deberíamos tener menos Banco Central

Más que discutir objetivos macroeconómicos y herramientas para lograrlos, hay que prepararse para una actitud sustancialmente más pasiva en la materia. Más que reformar las constituciones políticas para consagrar la autonomía para un Banco Central con atribuciones amplias, corresponde revisar sus atribuciones e ir hacia la restricción constitucional de las mismas.

Lo mismo puede decirse del Fisco. En vez de otorgarle un rol en la estabilización macroeconómica deberíamos limitarlo a funciones restringidas a proyectos y programas donde el Estado deba actuar en cumplimiento de su rol subsidiario, cuidando de no generar seguros explícitos o implícitos a favor de privados, que debiliten la autorregulación en el mercado privado ■

\* Transcripción editada del discurso de Alvaro Saleh en el Encuentro Latinoamericano de Econometría. Agosto de 1997