

CUADERNOS DE ECONOMIA

Año 28 - Abril 1991 -

POLITICA MONETARIA

El dilema de la política monetaria

Roberto Rennhack

Un comentario sobre las reglas monetarias

Luis Felipe Lagos

Políticas monetarias seguidas en Chile desde la creación del
Banco Central

Jorge Marshall S.

Teoría y política monetaria: elementos para el análisis

Francisco Rosende y Luis Oscar Herrera

Notas sobre el manejo monetario

Daniel Tapia de la Puente

La administración de la política monetaria en Chile, 1985-89

Juan Andrés Fontaine

Dos pruebas para la política monetaria

Daniel Tapia de la Puente

Dinero y precios en el corto y en el largo plazo: evidencia empírica
para Chile

José M. Garrido B. y Mario Valenzuela S.

La hipótesis de cointegración y la demanda por dinero en Chile:
1974-1988

Raúl Labán

Indexación versus credibilidad en un programa de estabilización.

La experiencia chilena a mediados de los '70

José de Gregorio

POLITICAS MONETARIAS SEGUIDAS EN CHILE DESDE LA CREACION DEL BANCO CENTRAL

JORGE MARSHALL S.*

I. INTRODUCCIÓN

a) *Políticas monetarias en el primer cuarto de siglo del Banco Central*

A la época de su fundación (1925), el objetivo principal del Banco Central de Chile (y consecuentemente de su política monetaria) era el de mantener la convertibilidad de sus billetes en oro y, de este modo, garantizar la estabilidad del tipo de cambio entre el peso y otras monedas que estuvieran también vinculadas con el oro¹. Además, el Banco debía —dentro de ciertos límites— hacer frente a la demanda de medios de pago, más allá de lo que resultara exclusivamente de la monetización de los saldos activos del balance de pagos. Esta era su función de dar flexibilidad al circulante y la de garantizar, en cierta medida, la solvencia del sistema bancario. Para realizar ambos objetivos el Banco Central, al comenzar a funcionar en 1926, estaba bien provisto. La relación cambiaria establecida por la ley era la que existía en el mercado libre y el gobierno traspasó al Banco los llamados “fondos de conversión” que sobrepasaban el monto de los billetes fiscales y vales de Tesorería que circulaban a la fecha. Esto equivale a que las obligaciones monetarias del Banco tenían un respaldo de 100% en oro. La ley requería como mínimo un 50%. Este mínimo, en el caso que se redujera, obligaba al Banco a pagar multas por la deficiencia y a elevar sus tasas de interés en una cierta proporción. De este modo, la posibilidad de mantener la conversión parecía asegurada. Igualmente, el margen de maniobra para dar lo que se denominaba elasticidad al circulante no era despreciable, ya que el Banco podía aumentar hasta el doble la oferta monetaria, siempre que las reservas de oro no se alteraran. Los créditos al Fisco estaban limitados al 20% del capital del Banco (\$ 150 millones, es decir, 7,5% del stock de dinero), podían exceder transitoriamente ese porcentaje, pero no más del 30% del capital y las reservas (vale decir, un 11% de la oferta monetaria a comienzos de 1926).

Claramente en la situación antes descrita era pensable que el sistema monetario establecido pudiera haberse mantenido, siempre que los *shocks* sufridos por la economía del país no hubiesen tenido la magnitud y duración del que se inició en 1930.

El Banco, por sus operaciones de redescuento —pero también por sus operaciones directas con el público y su posibilidad de disponer en el mercado de los documentos que hubiere previamente adquirido— estaba en condiciones de imponer al mercado sus tasas de interés.

* Profesor, Departamento de Economía, Universidad de Chile.

¹ La de los principales países industriales, Reino Unido, Estados Unidos, Francia, Alemania.

El proceso deflacionario que el país, como el resto del mundo, tuvo que enfrentar desde 1930 —caída drástica de las exportaciones y de los ingresos de capital— provocó el rompimiento del sistema: suspensión de los pagos de la deuda externa y de la conversión de los billetes, establecimiento de un régimen de control de cambios y fuertes créditos al Fisco para estimular la actividad económica. Todo ello ocurrió en la segunda mitad de 1931 y en 1932².

Los aumentos del dinero desataron un alza de precios que fue considerable en los años 1932 y 1933 (6,3% y 24,1%, en promedio, anuales, respectivamente), pero que se redujo apreciablemente en los años posteriores. Entre 1933 y 1938 los precios al consumidor subieron a una tasa acumulada de 4,7% al año, y en esa cifra influyó la gran alza de los precios nacionales que arrastró el ciclo económico internacional ascendente, que culminó en 1937³.

Aunque el Banco tenía conciencia de haber roto una barrera a la expansión del dinero también sabía que éste no podía crecer en mayor medida que la actividad económica sin producir alzas en los precios. Dentro del contexto de un presupuesto fiscal equilibrado la expansión monetaria hasta fines de la década de los 30 fue moderada y la política apuntó a la expansión de los agregados, no sólo cuantitativamente sino que también cualitativamente (papel comercial de corto plazo autoliquidable), y no se apoyó prácticamente en nada en la tasa de interés. De hecho, éstas se estabilizaron desde 1932 por largos años en niveles que eran de 4,5% redescuentos a los bancos comerciales, 5% en las mismas operaciones con el Banco del Estado y 6% en los descuentos al público.

Después de bruscas alzas del tipo de cambio, en el período inmediatamente posterior al abandono del patrón de oro, desde mediados de los años 30 y hasta 1946 se observó una notable estabilidad cambiaria, incluso en el mercado libre, sujeta a la oferta y demanda de divisas, no obstante la fuerte acentuación del proceso inflacionario a partir de 1939 hasta 1950 (los precios subieron, en promedio anual, 18%). Esto tal vez se debió a los excedentes en la balanza de pagos, que crearon las condiciones del comercio externo durante la Guerra Mundial.

Aquí podemos observar un período de apartamiento de la teoría de la paridad del poder de compra, que se extendió casi una década.

El período que va desde fines de los años treinta hasta comienzos de los cincuenta marca un cambio en las políticas que prevalecieron en la primera década después de la quiebra del patrón de oro. El gobierno impulsó programas que se proponían estimular el crecimiento económico del país y para ello estableció la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) (1939), cuyo financiamiento debía provenir de préstamos externos, de un impuesto a la exportación de cobre y también de aportes fiscales. Pero, mientras estos financiamientos se materializaban se recurrió a créditos bancarios. Entre ellos cabe destacar uno de \$ 500 millones (US\$ 16 millones de esa época), que sería suscrito por los bancos comerciales. Estos préstamos se usaban por la CORFO en 5 cuotas anuales iguales y eran pagaderas en 50 años, con un interés anual de 2%. Los bancos tenían el incentivo para otorgar estos créditos de que podían computarlos como

² Desde 1930 hasta mitad de 1931 el Banco siguió una política deflacionaria con la esperanza de lograr los resultados del ajuste automático, con consecuencias desastrosas sobre la producción y el empleo.

³ En este período se acercó la economía a un cierto equilibrio interno y externo, aunque el desarrollo era pequeño y el sector externo se apoyaba en muchas restricciones cuantitativas y altos aranceles aduaneros.

parte de su obligación de encaje. El efecto monetario de esto era igual que si el financiamiento lo hubiese otorgado directamente el Banco Central.

Además de la CORFO existían en Chile varias instituciones oficiales de crédito especializadas en agricultura, minería, industria, y en desarrollo regional, cuya capacidad de préstamos se amplió grandemente en este período. Varias leyes "autorizaron" a estos institutos y cajas para obtener préstamos en el Banco Central y, de hecho, los obtuvieron. Los créditos de estas instituciones, que habían crecido en 2/3 entre 1936 y 1940, se multiplicaron por 4 entre esta última fecha y 1949.

Por otro lado, en el año 1942 se dictó una ley económica (N° 7.200) que, entre otras cosas, autorizaba al gobierno para obtener créditos del Banco Central por 1/12 del presupuesto aprobado por el Congreso. Estos créditos, que debían cancelarse dentro del año, fueron sin embargo prorrogados a través de diversos expedientes.

Además de estos objetivos de desarrollo los gobiernos pretendieron mejorar la situación de los trabajadores expandiendo la cobertura de la seguridad social, y poniendo en práctica desde 1941 un sistema de reajuste de remuneraciones que ligaba la gran mayoría de ellas a las variaciones del índice de precios al consumidor, en el año inmediatamente precedente.

Estas dos políticas, con la consiguiente expansión del crédito y del dinero, fueron los factores determinantes de la acentuación del proceso inflacionario en este período.

Si bien es cierto el Banco Central en algunas oportunidades hizo presente a las autoridades las consecuencias que tendrían los financiamientos que se requerían de él, fue impotente para impedirlos.

Las tasas de interés del Banco no se movieron y las que los bancos comerciales cobraban a sus clientes iban aumentando lentamente por efectos de la inflación, pero se mantuvieron negativas, en términos reales, durante casi todo el período y en algunos años, como 1942 y 1947, fueron fuertemente negativas (-13 y -18 por ciento, respectivamente).

El proceso inflacionario se transformó en una espiral de precios y costos, y para su financiamiento las ventanillas del Banco Central estuvieron generosamente abiertas. El encaje requerido de los bancos aumentó en 5,6 veces entre 1946 y 1950 y los préstamos del Banco Central al sistema bancario se incrementaron 23 veces en el mismo período.

Desde 1945 (término de la Guerra) cesó la estabilidad cambiaria. El equilibrio de la balanza de pagos se mantuvo fundamentalmente, mediante un estricto control de cambios y licencias individuales de importación. Cuando el tipo de cambio ya no era sostenible se producían devaluaciones selectivas que condujeron a un complejo sistema de tipos de cambios múltiples. También se usaron convenios de pagos bilaterales para estimular la colocación de salitre y para realizar el comercio con algunos países latinoamericanos (principalmente Argentina y Brasil). El control de cambios hasta 1960 funcionó separadamente del Banco Central.

b) *Tres intentos de estabilización monetaria*

Los primeros años de la década de los cincuenta fueron favorables para la economía chilena, debido al auge provocado por la guerra de Corea. Las exportaciones se expandieron fuertemente en 1951 y 1952 (27% y 53%, respecto del valor que tenían en 1950). El PGB, luego de experimentar una ligera caída en 1951, aumenta en más de 12% en 1952. La producción industrial, después de haber estado prácticamente estancada durante

cinco años, crece en cerca de 30% en 1951⁴ y en un 12% adicional en el año siguiente. La inflación persiste entre tasas de 15% a un 22% anual.

Precisamente, en el momento en que la coyuntura internacional favorable se revierte y en que las exportaciones caen en US\$ 100 millones (21%), se inicia una nueva administración con un fuerte compromiso de carácter social. Este se tradujo en la introducción del salario mínimo agrícola, que favoreció a cerca de 300.000 campesinos, y en el establecimiento de la asignación familiar para los obreros imponentes del Servicio de Seguro Social. Ello elevó las cotizaciones previsionales entre 1952 y 1955, de 2,3% a 7% para los imponentes y de un 5,4% a un 25,2% para los empleadores. Ya en 1952 se había establecido un sistema jubilatorio para los empleados particulares y, a partir de enero de 1953, se decretó el reajuste automático de los sueldos de la administración pública. Todas estas decisiones generosas no fueron financiadas adecuadamente. Para los empleados del gobierno, año a año se discutían y aprobaban recursos para financiar el pago de sus reajustes, pero éstos eran insuficientes y se despachaban en forma tardía; el sector privado, por su parte, ante mayores costos, lograba financiarlos con créditos bancarios y eliminar las pérdidas eventuales mediante alzas de sus precios.

No es de extrañar que la política social emprendida en adversas circunstancias económicas y financiada mediante la emisión monetaria y el crédito bancario tuviera su efecto en acelerar en forma inusitada el proceso inflacionario. Cabe notar que la inversión no se incrementó, sino que se redujo durante dichos años. Las alzas de precios, que no habían sobrepasado hasta la fecha el 22%, fueron de 40% en 1953, de 64% en 1954 y llegaron a 86% en 1955, medidas por el Índice de Precios al Consumidor.

Ya un poco antes, la preocupación del gobierno anterior con el proceso inflacionario chileno —en esa época aún muy moderado— había hecho solicitar la asistencia técnica de las Naciones Unidas y del Fondo Monetario, para que efectuaran un diagnóstico del problema, y las medidas de política adecuadas para encararlo. Ambas instituciones enviaron misiones separadas que evaluaron sendos informes, con fuertes divergencias en diagnóstico y recomendaciones. Solamente uno de ellos fue objeto de conocimiento y debate público, pero ninguno se trató de llevar a cabo⁵. A la fecha del recrudescimiento inflacionario ambos estudios estaban, al parecer, olvidados. Faltaba, sin embargo, que estas iniciativas y otras de economistas chilenos tomaran una concreción política, lo que ocurrió por la magnitud de los problemas sociales provocados por la inflación y por los temores que inspiraba la prosecución de este proceso a los sectores empresariales, que hasta la fecha habían sido opositores a la política gubernamental.

El gobierno contrató los servicios de una firma de consultores norteamericanos (Klein-Saks) para llevar a cabo un programa de estabilización financiera y de reforma cambiaria, además de cubrir también otros campos de la economía y la administración. El programa contó con un fuerte apoyo crediticio externo en el que participó, entre diversas instituciones oficiales y bancarias, el Fondo Monetario Internacional.

Las realizaciones más importantes de la misión fueron el nuevo sistema cambiario y la reducción de la inflación.

En el primer campo se abolieron los permisos de importación; se establecieron dos mercados de divisas, uno para las transacciones de comercio exterior y otras permitidas; y un segundo para pagos de invisibles y transacciones de capital no autorizadas

⁴ Aumento que está influido por el inicio de la producción de hierro y acero en Huachipato, acería en el centro sur del país.

⁵ El informe del FMI responsabiliza de la acentuación del proceso inflacionario al excesivo crédito del sector bancario, financiado con redescuentos baratos en el Banco Central.

en el primer mercado. Ambos debían fluctuar libremente. La balanza de pagos se equilibraba, además de por el tipo de cambio, por la mayor o menor amplitud de la lista permitida de importaciones y por un sistema de depósitos previos de importación en moneda nacional, cuyos porcentajes, en 5 categorías, variaban según lo esenciales que eran los bienes por importar.

Antes de poner en vigencia el programa se limitó el reajuste de sueldos y salarios para 1956 a un 50% del alza de precios ocurrida en 1955, y se dispuso que los precios controlados en 1956 no se elevarían en más de un 40% (contra un reajuste de remuneraciones de 46,5%). Esta medida trató de reducir las presiones de costos y actuar sobre las expectativas de inflación, lo que permitió una política de demanda agregada más restrictiva, sin reducciones apreciables en la actividad económica.

La política monetaria descansó en disposiciones de crédito selectivo (para orientarlo hacia la producción), por primera vez aplicadas en nuestro país, y en márgenes de expansión crediticia, que se fijaban para cada empresa bancaria. La expansión del crédito contemplada era de un 15% para el primer semestre de 1956, comparada con un alza efectiva de 40% en 1955.

Para el año 1957 se estableció un reajuste salarial de 30% (cerca del 80% del alza del costo de la vida en 1956). En materia crediticia, la política se apoyó en cuotas de expansión crediticia algo menores que en el año anterior. Se expresó que no se autorizaría la instalación de nuevos bancos, los que no estaban sujetos a topes de expansión y, en consecuencia, socavaban el control cuantitativo global en forma importante. Se mantuvieron las normas de control cualitativo (prohibición de financiar ciertas actividades); y por primera vez desde 1932 se elevaron las tasas de redescuento a los bancos y las de las operaciones directas con el público.

Límites cuantitativos a la expansión del crédito del Banco Central y a la emisión se impusieron en el crédito contingente con el Fondo Monetario para el año 1958⁶, y de acuerdo con ello se establecieron márgenes de expansión crediticia para el Banco del Estado y los bancos comerciales y se adoptaron medidas severas respecto al redescuento, que en los años 1957 y 1958 había llegado a cerca del 26% de los depósitos bancarios, porcentaje que duplicaba el de los años 1952-53.

Los intentos de estabilización no hicieron frente al problema fiscal; el déficit como porcentaje de los gastos se redujo levemente en 1956, en relación a 1955, pero se incrementó fuertemente en 1957 y 1958. También en estos últimos años la parte del déficit financiada con créditos bancarios fue considerablemente superior a la de los años anteriores. El tipo de cambio durante el período se ajustó periódicamente, aunque la tasa de cambio en el mercado oficial (manejada por el Banco Central) lo hizo con bastante rezago en relación al cambio libre y al índice de precios al consumidor. El reajuste de remuneraciones tuvo un vuelco en el año 1958 (año de elecciones presidenciales), en que el porcentaje de reajuste se fijó por encima del alza de precios de 1957.

Las políticas de este período bajaron la tasa inflacionaria desde 84% en 1955 a 17% en 1957, pero en 1958 ella se elevó nuevamente a un 33%, porcentaje que figura típicamente entre los más elevados que pueden observarse en los años siguientes hasta 1972.

Al igual que en el año 1956, el nuevo intento de estabilización (1959) se apoyó en la política de reajuste de sueldos y salarios, que fue anunciada para tener efecto en

⁶ Este es un año típico de estanflación. Mientras el FMI pensaba que había exceso de demanda por el alza de la tasa de inflación entre 1957 y 1958, las autoridades locales creían que había deficiencia porque la producción caía (baja del precio del cobre y restricción crediticia).

1960⁷. Con ella se trataba de restablecer para comienzos de dicho año, no el poder de compra de los salarios de un año antes, sino que el promedio que habían tenido durante todo el año 1959. Ello implicaba un reajuste de 10% en circunstancias que los precios habían subido 33% durante dicho año.

En 1959 se realizó un cambio de la unidad monetaria chilena: se introdujo el escudo equivalente a 1.000 pesos anteriores. El valor del dólar se fijó en E° 1,05. Aunque este cambio fue únicamente contable, ello fue asociado por la propaganda con el deseo y la posibilidad de estabilizar la moneda nacional. Se disponía de recursos de divisas suficientes como para proceder a importar aquellos bienes que no se conformaran con la política de estabilización. Se procedió a organizar comités de defensa del consumidor, con participación de establecimientos comerciales, que al adquirir el compromiso de no elevar los precios recibían mayor clientela del público. Se lanzó una profusa propaganda por prensa, radio, carteles, aviones, etc.

Medidas de elevación de los encajes bancarios y de financiamiento externo del déficit fiscal contribuyeron a aminorar las presiones expansivas y el cambio de las expectativas llevó a un fuerte aumento de los depósitos a plazo y de ahorro, lo que significó un crecimiento bastante menor del dinero, definido como billetes en manos del público y depósitos bancarios transferibles mediante cheques.

El éxito del programa de estabilización en el índice de precios al consumidor fue espectacular, resultado no registrado en Chile durante mucho tiempo. Después de un alza sostenida desde diciembre de 1958 hasta septiembre de 1959 el índice se estabilizó prácticamente desde dicho mes hasta julio de 1960. El alza que se produjo al mes siguiente, y que se mantuvo durante el resto del año, debe atribuirse al efecto especulativo de aumentos de ciertos productos, que se esperaba tuvieran gran demanda, debido a las expectativas inflacionistas que provocaron dos grandes terremotos en mayo de 1960 y que destruyeron una extensa zona en el sur del país.

Como se ha dicho, hasta mediados de 1960 la balanza de pagos estaba en equilibrio, pero en la segunda mitad del año se produjo un déficit sustancial. La apertura de la economía al exterior y la fijeza del tipo de cambio redujeron muy fuertemente los efectos del crecimiento de la demanda agregada sobre los precios.

El programa 1959-61 fracasó por no haberse adoptado medidas de fondo en materia fiscal y por la política de cambio fijo, que si bien ayudaba a mantener la estabilidad de precios produjo una salida enorme de divisas, ya que se habían eliminado todas las restricciones a las salidas de capital⁸. El colapso del sistema cambiario y de la nueva política se produjo a fines de 1961.

En 1963 y 1964 Chile, con acuerdos con el Fondo Monetario Internacional, ajustó su política monetaria al control del crédito interno del Banco Central, pero las continuas devaluaciones nominales para mejorar el equilibrio externo mantuvieron una inflación relativamente alta⁹.

El gobierno iniciado en 1965 se proponía realizar una serie de cambios estructurales profundos que, según él, asegurarían un crecimiento más elevado y sostenido, la reducción y eventual eliminación del proceso inflacionario, un equilibrio durable en la balanza de pagos, una distribución del ingreso en favor de los sectores populares y una participación efectiva de ellos en los procesos de decisión. Estos objetivos deberían alcanzarse en forma simultánea y ninguno tenía prioridad o precedencia respecto de los demás.

⁷ Medida para afectar expectativas y reducir costos, que junto a otras tuvo un éxito espectacular.

⁸ En este período juega plenamente el enfoque monetario de la balanza de pagos: un desequilibrio en el mercado monetario no afecta a los precios, pero reduce la reserva de divisas.

⁹ Casos de devaluaciones fallidas.

El programa de reducción de la inflación iba a comprender varios años, de los cuales en el primero las alzas de precios deberían situarse en el 25% al año, para bajar a 15% al año siguiente y a 10% en el tercero. Posteriormente, las tasas de inflación no deberían superar el 5% anual. La base de este programa era un modelo de costos en que se fijaba como decisión de política que las remuneraciones deberían ajustarse en el aumento de los precios en el año anterior y se mantendría el valor real del tipo de cambio. Al mismo tiempo, se producía un mejoramiento relativo de los precios agropecuarios respecto de los industriales; y las ganancias de productividad constituían un elemento desacelerador de las alzas de precios, que de este modo contribuían al objetivo de mejorar en forma real las remuneraciones de los trabajadores.

La política monetaria global debía contribuir a posibilitar que se materializaran las alzas de precios previstas por el modelo de costos, pero no más. Ella partía de la estimación de una función de demanda de dinero, en base a los resultados del análisis de costos y a la proyección de crecimiento del ingreso. A esta demanda debían ajustarse los distintos rubros constitutivos de la oferta, aunque en la práctica resultó difícil constreñir los grandes planes de gastos del sector público que fácilmente podían realizarse, ya que una fuente importante de sus incrementados ingresos eran divisas extranjeras que provenían de la tributación y utilidades del cobre y de préstamos externos¹⁰.

El Banco Central, además, controló con mucha efectividad la expansión secundaria del crédito por el sistema bancario. Para ello se mantuvieron encajes legales muy elevados, que obligaban a los bancos a solicitar préstamos que el Banco Central estaba dispuesto a otorgar a aquellas instituciones crediticias que se hubiesen conformado con los márgenes de expansión cuantitativa que mensualmente se les asignaban.

Además del control global, la política monetaria pretendió orientar el crédito en direcciones deseadas, a través de una serie de esquemas de créditos especiales, algunos de los cuales eran la continuación de acuerdos tomados bajo la anterior administración. Novedoso fue el establecimiento de un sistema denominado "línea de crédito según presupuesto de caja", que constituía un acuerdo entre el cliente y el banco, o un conjunto de bancos, para que ellos financiaran todas las necesidades de crédito durante un período determinado, con la condición de que el cliente realizara todos sus pagos al contado y entregara a los bancos financiadores la cobranza de todas sus facturas. Estas líneas, que eran parcialmente refinanciadas por el Banco Central, constituían un instrumento de selectividad del crédito bancario.

Las tasas de interés bancario al final de este período eran fijadas cada seis meses por el Banco Central, el que tenía, además, facultades para establecer un impuesto de hasta 50% de los intereses, a fin de elevar el costo del crédito para los usuarios. Se pretendía con ello obtener tasas de interés reales "positivas" y, al mismo tiempo, limitar las utilidades que de ellas pudieran resultar para los bancos.

El programa de este período tuvo gran éxito en los dos primeros años, en términos de crecimiento económico, cumplimiento de las metas de inflación, distribución del ingreso y mejoramiento de la balanza de pagos. Con posterioridad, las dos primeras realizaciones se malograron. Por una parte, los aumentos efectivos de remuneraciones superaron con mucho a los programados. Igualmente, los gastos del gobierno se expandieron y persistió el desequilibrio de las entidades fiscales y de las empresas del Estado.

¹⁰ Una de las causas de la inflación en este período fue el crecimiento del gasto público, aunque no su financiamiento. Además, influyeron los reajustes de sueldos y salarios mayores que los programados.

La política restrictiva del Banco Central tuvo como efecto una reducción en la tasa de crecimiento, sin poder impedir que las tasas de inflación retornaran a los montos que habían tenido antes de la iniciación del programa.

c) *Política monetaria de la Unidad Popular*

El gobierno que asumió a fines de 1970 o, al menos, una gran parte de sus sostenedores, parecían más interesados en las transformaciones sociales e institucionales respecto del control de la propiedad y de las empresas y de la redistribución del ingreso que en el mantenimiento de objetivos de política económica, como la estabilidad de los precios y el equilibrio de la balanza de pagos.

El programa económico de la Unidad Popular contempló, en primer término, un aumento general de los sueldos y salarios en el porcentaje en que habían subido los precios en 1970. Se dieron también aumentos especiales para las remuneraciones más bajas y beneficios adicionales para muchos trabajadores. Para el sector público este mayor gasto, conjuntamente con un incremento de sus inversiones, significó un notable crecimiento del déficit, a pesar del aumento de algunos impuestos. El déficit fue financiado principalmente con créditos del Banco Central. Los gastos del gobierno central subieron en más de 50% entre 1970 y 1971 y los de todo el sector público en cerca de un 70%, en circunstancias que las alzas de precios fueron de alrededor de 20% entre los dos años. El déficit del gobierno central pasó de un 12% a un 36% del gasto entre 1970 y 1971 y para todo el sector público de 8 a 23%. Mientras en 1970 aproximadamente la mitad del déficit se financió con créditos del sistema bancario, en 1971 lo fue la casi totalidad.

La circunstancia de haber disminuido la inflación (variación promedio del IPC) entre 1970 y 1971 implicó un considerable aumento de las remuneraciones reales de los asalariados.

La política económica tuvo también como un componente importante la congelación de los precios bajo control, los que, posteriormente, serían revisados en la medida que lo requiriera el aumento de los costos producción. También se mantuvo sin modificar el tipo de cambio, el que había sido estabilizado a mediados de 1970 por la pasada administración.

Las autoridades de 1971 pensaban que el incremento de la demanda resultante de los reajustes y del incremento del gasto público, igual que su financiamiento, no traería como secuela una agudización de la inflación y un debilitamiento del sector externo, sino que un aumento de la producción y una reducción del desempleo, ya que la economía tenía un alto porcentaje de capacidad sin utilizar a comienzos de 1971. Pensaban también que el aumento de los costos laborales que no pudieran absorberse por el mejoramiento de la productividad que esta mayor utilización de la capacidad implicaría, podría, por lo menos en parte, absorberse mediante una reducción de los elevados márgenes de beneficios que tenían los productores.

Aparte de los objetivos coyunturales señalados anteriormente, el gobierno ponía igual énfasis en los cambios estructurales, destinados a alterar la propiedad de la riqueza en el país y la participación y control del Estado sobre una parte creciente de los procesos económicos.

En el área bancaria, el gobierno deseaba estatizar las empresas privadas que operaban en el sector, sin una legislación especial para este propósito, la que posiblemente no habría sido aprobada. Para ello decidió comprar acciones a su valor de mercado, pagando parte de su precio mediante la emisión de títulos especiales del Banco Central, que tenían garantizado su poder de compra. En algunos casos en que personas o grupos que contro-

laban mayoritariamente la empresa correspondiente se negaban a vender, se decretó su intervención por la Superintendencia de Bancos. Las empresas extranjeras cedieron, por acuerdos negociados, sus derechos a bancos que poseían otras empresas bancarias ya nacionalizadas. Como al comenzar la administración existía el Banco del Estado, que cubría aproximadamente la mitad de las operaciones del sector y tenía monopolio de las cuentas de ahorro y de los depósitos del sector público, y el ámbito de sus operaciones fue reforzado posteriormente, puede decirse que el ámbito estatal en el sector bancario fue muy extenso, sin contar con las facultades que sobre crédito, refinanciamientos y operaciones de cambio tenía el Banco Central, que daban a las autoridades un completo control de todas las operaciones financieras.

Las políticas del gobierno significaron un elevadísimo crecimiento de los agregados monetarios (tasas de aumento de casi el doble que en el año anterior; el dinero del sector privado subió en un 113% y el cuasidinero en 90%), los que tuvieron el efecto inmediato de expandir la producción interna y reducir el desempleo. Los precios, en cambio, subieron con mucha moderación (alrededor de un 20% en el año), pero el impacto sobre la balanza de pagos fue tan elevado porque de un superávit de más de US\$ 110 millones en 1970 se pasó a un déficit de casi US\$ 300 millones, las reservas de divisas estaban muy menguadas y en los últimos meses del año se había dejado de servir la deuda externa a la mayor parte de los acreedores.

Es difícil entender claramente las razones que indujeron al público en Chile a mantener una cantidad de recursos líquidos tan enormes. La relación del stock de dinero y cuasidinero al producto nominal bruto, que fluctuaba un poco por encima de 20% hasta 1970, se elevó bruscamente a cerca de 30%. Es muy posible que los industriales y comerciantes, ante la incertidumbre que existía respecto al futuro, hayan respetado los precios oficiales, en gran medida, y que los mayores costos laborales hayan estado al menos parcialmente compensados por la estabilización del tipo de cambio.

También se ha avanzado como explicación que la administración del Presidente Allende significó un cambio en los precios relativos entre los activos físicos, más fáciles de expropiar, y los activos financieros, que permitían realizar ganancias rápidas a través de las operaciones especulativas de divisas y, posteriormente, del mercado negro. A ello se agrega que las expectativas inflacionarias en 1971, debido al más lento aumento de los precios, pueden haber influido para inducir una mayor demanda de dinero.

Sin embargo, el mayor ingreso real, especialmente de los trabajadores, significó un fuerte aumento del consumo privado en cerca de un 14% y ya a fines del año comenzó a sentirse en los negocios la escasez o ausencia de muchos productos.

Para controlar la expansión del crédito bancario en 1972 se siguió descansando en el sistema de márgenes de expansión de crédito permitidos, con los cuales se había operado en el pasado, pero en adelante se discriminó entre bancos controlados por el gobierno y los que aún quedaban en manos del sector privado. Los márgenes perdieron parte de su efectividad, ya que ella dependía de la existencia de altos encajes marginales y de la necesidad de los bancos de recurrir al financiamiento del Banco Central, para cubrir las deficiencias de encaje. El Congreso aprobó una ley por la cual la reducida tasa de encaje aplicable a los bancos regionales (definidos como los que no tenían oficinas en Santiago o Valparaíso) se aplicaría en adelante también a las sucursales de los bancos nacionales, medida que implicó una enorme liberación de encaje.

Aunque los controles globales al crédito se mantuvieron, ellos fueron objeto de un sinnúmero de excepciones y, además, las autoridades pusieron mayor énfasis en la redistribución selectiva del crédito con el objeto de asegurar el financiamiento de aquellas actividades a las cuales se daba prioridad, particularmente a las empresas que operaban

dentro del área de propiedad social. La principal facilidad de control selectivo, denominada línea de crédito según presupuesto de caja, fue considerablemente ampliada para dar preferencias a las firmas que celebraban contratos de producción con el gobierno.

El sistema nacional de ahorro y préstamo entró en crecientes dificultades al tener una captación de recursos (que estaba sujeta a enormes reajustes por las alzas de precios) mucho mayor de la que podía colocar. Estos recursos excedentes fueron traspasados al Banco Central, que tuvo que hacerse cargo de los reajustes, y de este modo incrementó fuertemente sus pasivos. Igual cosa ocurrió con las pérdidas en que debía incurrir el Banco del Estado.

La tasa de interés no fue usada como instrumento de política económica. Al comienzo de 1971 la tasa de interés nominal máxima del sistema bancario fue reducida de 24 a 18% al año y con ello el costo nominal de la mayor parte de los créditos se redujo de 42 a 30% anual. Esto con la reducción de la inflación en dicho año, elevó la tasa de interés real, pero este fenómeno se revirtió posteriormente y desde 1972 las tasas de interés reales pasaron a ser negativas, como lo habían sido en muchas oportunidades en el pasado.

Un intento de readecuar la estructura de precios y costos y la relación cambiaria, con el objeto de eliminar las crecientes escaseces y mercados negros, se produjo en el mes de agosto de 1972. Ello no logró resolver los problemas, porque se alteraron las expectativas inflacionarias y se reactivaron los fondos líquidos que en forma creciente se habían lanzado a la economía desde hacía un año y medio. El alza de los precios se aceleró y el índice de precios al consumidor acusó un aumento de 163% en el año 1972.

Desde octubre de 1972 el conflicto político y la lucha social pasaron a primer plano en la vida nacional, con un pequeño interregno entre fines de dicho año y marzo de 1973 en que se realizó una renovación del parlamento en la cual, aunque la oposición obtuvo una victoria, no fue lo suficientemente grande como para poder acusar constitucionalmente y destituir al Presidente, como parecía ser su objetivo. Después de dicha fecha se reanudaron los enfrentamientos directos, las huelgas de varios sectores vitales (como el cobre y los transportes), subsistían los desabastecimientos de muchos productos y de insumos importados y la inflación abierta continuaba a un ritmo cada vez mayor. No se formuló en este período ninguna política económica coherente y clara para abordar estos problemas y las medidas *ad hoc* que se tomaban en muchos casos tenían como resultado agravarlos.

d) *La primera década del Gobierno Militar*

Según expresa Roberto Zahler¹¹, "el enfoque inicial de las nuevas autoridades (las surgidas del gobierno militar que se inició en septiembre de 1973) se basaba en el supuesto de que las principales causas de la inflación eran el excesivo crecimiento de la masa monetaria y se postuló una política restrictiva (basada principalmente en la eliminación del déficit fiscal y en la liberación de las tasas de interés), lo que correspondía a un enfoque monetarista para una economía cerrada.

El sistema bancario fue privatizado con gran rapidez y se redujo paulatinamente la importancia del Banco del Estado. En 1975 las tasas de interés se dejaron entregadas al libre juego de la oferta y de la demanda. De un valor promedio anual de 16%, en términos reales en 1975, las tasas de colocaciones pasaron a 64% en 1976 a 57% en

¹¹ Políticas recientes de liberalización y estabilización en los países del Cono Sur; el caso chileno: 1974-82.

1977 y a 42% en 1978. Estas tasas exorbitantes, para cualquier actividad productiva, se fueron morigerando en la medida en que inducían ingresos de capital del exterior, lo que ocurrió desde 1976 con una cierta lentitud y se aceleró en 1979 con el levantamiento de algunas restricciones que las autoridades chilenas mantenían hasta dicha época. Como consecuencia del ingreso masivo de fondos del exterior la tasa de colocación interna se redujo a 17% en 1979 y a 12% en 1980.

Otras características de la política monetaria fueron las reducciones de los elevados encajes que existían en 1974, para disminuir el valor del multiplicador monetario y así el crecimiento de la oferta de dinero. Esto, conjuntamente con el ingreso de capitales foráneos, permitió la expansión de la emisión y del dinero del sector privado (M_1), que creció a tasas extraordinariamente altas aunque descendentes desde 1975 a 1978.

La eliminación del financiamiento al sector público redujo prácticamente el aumento de la emisión; igual cosa el término del financiamiento al sector privado. Operaciones como las indicadas en el párrafo anterior eran la principal fuente de crecimiento monetario. El Banco se ocupaba en forma especial, casi exclusivamente, de regular el mercado monetario en el cortísimo plazo para eliminar variaciones irregulares o estacionales en la liquidez.

Se eliminaron los financiamientos de carácter especial con cláusulas crediticias discriminatoriamente favorables, salvo aquellas contenidas en créditos externos en que el sistema bancario chileno era un mero administrador de los fondos puestos a su disposición. Cuando se estimó pertinente dar subsidios a alguna actividad (viviendas de bajo precio, reforestación), se otorgó a través de asignaciones presupuestarias.

Aunque la emisión y el dinero del sector privado fueron reduciendo su ritmo de expansión desde 1973 (salvo en 1975), las tasas de inflación resultantes fueron mucho más elevadas de lo que era social y políticamente tolerable y de lo que las autoridades se habían propuesto. A ello contribuían los reajustes de salarios, de acuerdo con las alzas de precios en el período anterior (que de un año fue reducido a tres meses), y los ajustes en el tipo de cambio nominal para mantener en equilibrio el sector externo, en cuya cuenta corriente se habían eliminado prácticamente las restricciones, junto con una rápida y drástica baja del arancel aduanero.

Sin embargo, el tipo de cambio fue utilizado en varias oportunidades para tratar de frenar las presiones de los costos sobre los precios. En 1976 y en 1977, en dos oportunidades, el peso experimentó una revaluación discreta, y, posteriormente, el anuncio del precio del dólar para cada día con un año de anticipación (la tablita) pretendió influir sobre las expectativas y reducir la tasa inflacionaria. Esta política llegó a su punto álgido cuando en 1979, junto con abrir sustancialmente la cuenta de capital de la balanza de pagos, se fijó el precio del dólar en 39 pesos y se eliminaron los ajustes periódicos, con la esperanza de que la ley de un solo precio llevara a una inflación doméstica igual a la internacional¹². Solamente en el año 1981 se le acercó. El tipo de cambio real había descendido de \$ 98 en 1978 (base 1974 = 100) a \$ 71 en 1981.

A fines de este año se retrajo el flujo de financiamiento externo (no sólo para Chile, sino que para toda América Latina) y el sistema monetario establecido no pudo mantenerse. Los créditos externos no pudieron solventarse y el sistema productivo se encontró extraordinariamente expuesto; primero, por la cantidad de deudas acumuladas, debido a las altas tasas de interés que prevalecieron por muchos años, y, en seguida, por la devaluación de 1982 que elevó el valor de capital de las deudas contraídas en moneda extran-

¹² Esto condujo, en el período de la crisis y antes de las devaluaciones de 1982, a un proceso de ajuste automático con las mismas devastadoras consecuencias que el de 1930-31.

jera. Ambos factores pusieron a una gran cantidad de deudores bancarios en situación de no poder cumplir sus compromisos y las carteras de los bancos comenzaron a exhibir cantidades crecientes de créditos vencidos sin pagar. El Banco Central llevó a cabo esquemas para ayudar al sistema financiero. Uno de ellos fue la compra de cartera vencida contra obligaciones del Banco Central, cartera que los bancos estaban obligados a recomprar antes de pagar ningún dividendo a sus accionistas. Además, para resarcir a los deudores, después de la devaluación de 1982 se estableció un tipo de cambio preferencial, el subsidio, a cargo del Estado.

La debilidad del sistema financiero había comenzado a manifestarse antes, ya en 1977 (intervención del Banco Osorno y La Unión). Después, en 1981, como consecuencia de la quiebra de una importante empresa azucarera, el gobierno apoyó a los bancos y financieras relacionadas con esta compañía. Poco tiempo más tarde, cuatro bancos y algunas sociedades financieras fueron intervenidas, debido a que tenían dificultades para hacer frente a sus compromisos. Ya en medio de la crisis, en enero de 1983, el gobierno intervino masivamente liquidando o interviniendo a un número de bancos (entre ellos los dos más grandes bancos privados nacionales), con lo que, de hecho, pasó a controlar cerca del 70% del sector financiero chileno.

Solamente después de iniciado un programa de ajuste de la balanza de pagos y de renegociación de la deuda externa, con la ayuda del Fondo Monetario y el Banco Mundial, se emprendió un proceso de saneamiento y privatización de las entidades financieras, sujetándolas a un control más estricto por parte de las autoridades monetarias.

Algunas instituciones financieras desaparecieron definitivamente del escenario. Otras, intervenidas, fueron objeto de privatizaciones por distintos medios. Tuvieron que capitalizarse y los antiguos accionistas quedaron excluidos de participación en dividendos y en las designaciones de directorios, en tanto subsistieran las obligaciones con el Banco Central, por venta de cartera. Se realizaron fusiones y se establecieron sucursales y agencias de bancos extranjeros. La ley de la Superintendencia de Bancos fue modificada y se ampliaron las facultades de la institución para prevenir la ocurrencia de nuevos quebrantos y, en especial, se regularon las operaciones de crédito con empresas relacionadas.

Ya en 1985 el sistema financiero parecía relativamente normalizado, a pesar de que arrastraba un enorme peso de créditos que difícilmente serían rescatables y que sus obligaciones externas iban a requerir continuas reprogramaciones. Pero, dadas las realizaciones del país en el campo macroeconómico y su fuerte entendimiento con los organismos de crédito multinacionales, era difícil que ellas no fueran exitosas.

e) *Resumen y apreciaciones*

Un resumen de los diversos objetivos que el Banco Central ha perseguido a través de su historia y de los instrumentos que ha utilizado para lograrlos da cuenta de la gran variedad de estos últimos (casi difícilmente se había podido concebir un mayor número) y del logro relativamente pobre (o de poca duración) que han tenido la realización de los objetivos buscados. En la mayor parte de los casos, las políticas se vieron frustradas, total o parcialmente, por acontecimientos o shocks externos, que no estaba en manos de las autoridades contrarrestar. En algunos otros casos fueron direcciones de política equivocadas (o mal comprendidas), o fuerzas de carácter interno que opusieron resistencia a los objetivos o a las políticas que el gobierno se proponía.

En la primera época del Banco Central los primeros años estuvieron apoyados por una gran afluencia de préstamos externos. El cese de los mismos, después de 1930 (shock

externo), junto con la gran depresión internacional, condujo al colapso del sistema. Pudiera argumentarse que las autoridades (el gobierno) deberían haber tenido conciencia de que no era posible solventar el monto de los créditos obtenidos, especialmente cuando ellos no se aplicaron a desarrollar actividades generadoras de divisas. En todo caso, en visión retrospectiva, el pago efectivo que hizo Chile de esa deuda fue una fracción muy pequeña de la misma, pero el país, al mismo tiempo, durante muchos años no accedió a créditos externos y tuvo que desarrollarse en relativo aislamiento, aunque esto fue más bien una consecuencia de las condiciones económicas y políticas imperantes en el mundo, que condujeron a la Segunda Guerra Mundial, al desarrollo de la misma y a su liquidación y secuelas.

Similitud ofrece con este período, el de 1979 a 1982, en que el gobierno estableció un nuevo sistema de patrón de oro, que hizo crisis de modo similar al anterior. El período de la recesión internacional ha sido ahora más breve; los ajustes internos en nuestro país se han hecho en 2 a 3 años, y como el peso de la deuda, en gran parte, gravita aún sobre nuestra economía aunque las amortizaciones se hayan reprogramado es, tal vez, todavía un poco prematuro poder estimar costos y beneficios del endeudamiento que apoyó la política monetaria de 1979. En esta época, a diferencia de los años veinte, el endeudamiento fue principalmente del sector privado, pero en el momento de las renegociaciones los acreedores exigieron y obtuvieron que el gobierno garantizara la mayor parte de las deudas contraídas.

El período tal vez más positivo para la política monetaria fue el inmediatamente posterior al término del patrón de oro (1933-39), en que se logró relativa estabilidad de precios y del tipo de cambio (eso sí que con estrictos controles cambiarios y una alta protección aduanera). Al mismo tiempo, la actividad económica fue recuperándose paulatinamente de la gran caída que había tenido en los años 1931-32, pero, probablemente, sin alcanzar en forma cercana los niveles de los años previos a la depresión.

Los años de la inflación creciente de 1940 a 1955 pudieron haber estado inspirados en una mala interpretación de Keynes y se pensaba que las políticas de gastos y de créditos estimularían la producción y al mejorar la oferta tenderían a reducir el proceso inflacionario. Por otro lado, se creía que reajustes salariales y beneficios previsionales generosos iban a mejorar el nivel de vida de los beneficiados, cuando en realidad hacían más agudo el proceso inflacionario, se transformaban en un engaño para los asalariados y creaban un escollo para políticas más razonables de desarrollo, que sí habrían podido lograr, al menos en parte, los propósitos que se perseguían con las políticas inflacionarias.

Desde el término de la Guerra, Chile ya era miembro del Fondo Monetario Internacional, pero antes de 1955 las autoridades chilenas no estaban dispuestas a seguir los consejos de dicha institución, hasta que el proceso inflacionario tomó proporciones alarmantes.

En este período, y durante algunos años del mismo, es posible notar que el proceso inflacionario se puede mantener con expansiones continuas del crédito del Banco Central a favor de los bancos y de éstos al sector privado. El papel del déficit del gobierno puede pasar temporalmente a un segundo plano.

El intento de estabilización de fines de los años 50 logró parcialmente sus objetivos (en volver la tasa de inflación a valores más tolerables), pero el esfuerzo se perdió por el nuevo otorgamiento de reajustes salariales excesivamente generosos, en vísperas de elecciones presidenciales, y por una baja de los ingresos del cobre en el año final del programa. Todo esto produjo una baja en la actividad económica con desempleo y una elevación de la tasa inflacionaria.

Los esfuerzos de un nuevo gobierno para reducir la inflación entre 1959 y 1960 fueron acompañados de una fuerte reducción del porcentaje de los reajustes nominales. Esto, y un tipo de cambio fijo, redujo las presiones de costos, varió las expectativas y produjo un período de 9 meses, sin alzas de precios, un récord desde 1931. La balanza de pagos, además, estuvo equilibrada en la primera mitad del año 1960. Desafortunadamente, el gobierno no pudo equilibrar el presupuesto fiscal y descansó en créditos externos para apoyar sus planes de reconstrucción y desarrollo. Estos tardaron en materializarse, y la expansión del gasto público con absoluta libertad cambiaria y tipo de cambio fijo produjo un colapso del programa a fines de 1961.

La política de la U.P. tuvo ciertas similitudes con las que prevalecieron entre 1940 y 1955, pero con caracteres más acentuados, y con la idea de que el dinero no influía en la inflación (cosa que aparentemente confirmaban los hechos de 1971), pero, al mismo tiempo, se dio especial énfasis a las transformaciones del sistema de propiedad y de control del proceso productivo, estatizando una parte considerable de la economía y sometiendo el resto a controles de precios, cambio y comercio exterior. El colapso se produjo aquí también por el sector externo, ya que a fines del primer año de gobierno se declaró la moratoria del servicio de la deuda externa.

El intento más sofisticado de estabilización fue el del año 1965, que mostró éxitos aparentes en los dos primeros años, pero que se malogró porque el gobierno no pudo resistir las excesivas alzas salariales demandadas, ni tampoco las presiones para un elevado y creciente gasto público. El fracaso de este programa no puede adscribirse a un *shock* desfavorable del sector externo.

En resumen, se desprende de las diversas políticas seguidas con propósitos diferentes y aplicadas con distinta intensidad, mediante la utilización de toda la gama de instrumentos disponibles por un espacio de 60 años, que cuando se ha logrado una cierta estabilidad (interna o externa) ella ha sido casi siempre a expensas de la otra y, en todo caso, su duración ha sido extremadamente breve.

Todo esto lleva, por razones empíricas, a ser un tanto escéptico frente a la utilización de instrumentos y objetivos monetarios discrecionales con propósitos de estabilización hecho que vendría a corroborar una dirección antigua de monetaristas que han abogado por reglas y en contra de la política discrecional.

Algunas tendencias teóricas desarrolladas en la última década afectan también el alcance de la política monetaria y, en general, el de la política de demanda. Esto podría llevarnos a concluir, al menos en parte, que un enfoque que se aproximara al de las reglas, aunque no fuera exactamente igual a él, podría resultar más apropiado para nuestro medio.

II. ENFOQUES QUE AFECTAN A LA POLÍTICA MONETARIA Y PROPUESTAS DE LAS LÍNEAS QUE ÉSTA DEBERÍA SEGUIR¹³

En las décadas que siguieron a la Segunda Guerra Mundial en los países industriales —aparte de excepciones esporádicas y que fácilmente pudieron superarse— prevaleció por cerca de 30 años un clima de estabilidad financiera en que casi todos los países exhibieron fuertes tasas de crecimiento económico.

¹³ Esta exposición ha utilizado:

- E. L. Marshall, "La Ciencia de la Economía", Tomo II, Universidad de Chile, 1937.
- J. Marshall, "Inflation and Economic Development: Chile: 1938-50", marzo 1954 (inédito).
- J. Marshall, J. L. Mardones e I. Marshall. Varios trabajos mimeografiados, base de investiga-

Esto no se aplica, claro está, a una gran cantidad de países menos desarrollados o en vías de desarrollo, que en su lucha por superar la pobreza y mejorar sus condiciones materiales sufrieron como consecuencia grandes inestabilidades y desequilibrios financieros.

La macroeconomía se desarrolló en esas condiciones, a base de una síntesis entre el pensamiento keynesiano¹⁴ y muchas ideas neoclásicas, a las cuales contribuyeron diversos economistas anglosajones, entre los cuales cabría destacar a J. R. Hicks, Paul Samuelson y James Tobin, para citar solamente tres Premios Nobel de la Economía. El afinamiento del aparato teórico y la introducción en gran escala de métodos econométricos, especialmente por el desarrollo acelerado de las técnicas computacionales, al poco tiempo condujo a una clase de conocimiento en que, si no todos los economistas, al menos una gran parte de la profesión pensaba que había un instrumental teórico y suficientes herramientas de política —dentro de las cuales volvió a reinsertarse la política monetaria— para mantener lo que se llama ahora los equilibrios macroeconómicos básicos, que casi todos los gobiernos en forma declarada, o a través de cuerpos legales, estaban comprometidos a preservar.

Dos hechos de importancia en los desarrollos económicos de la última época, más tal vez el énfasis exagerado que se colocó en algunos países industriales en el Estado benefactor (Welfare State), han producido diversas corrientes críticas al modelo macroeconómico, que podemos llamar “síntesis clásico-keynesiano”. El primero de estos hechos es el financiamiento inflacionario de la guerra de Vietnam por los Estados Unidos, que hizo subir las alzas de los precios de un promedio de 2,2% en 1953-58 hasta 9,6% en 1982-82. Esta elevación sustancial abarcó prácticamente todo el período 1970-82. A ese hecho se agregó en 1973 la fuerte alza de precio del petróleo, seguida de una nueva, breve y aún mayor en 1979, con la caída del Shah de Persia. La lucha contra este proceso inflacionario con medidas de carácter monetario provocó un incremento inusitado en las tasas de interés, que llevó a un estancamiento y posteriormente a un lento crecimiento en las economías desarrolladas, y acentuó el peso de las deudas externas en los países en desarrollo. En 1973, se destruyó el sistema de paridades fijas establecido en Bretton Woods, que no pudo resistir más las persistentes presiones del déficit externo norteamericano y la plétora de dólares que afluían a los Bancos Centrales como forma de financiarlo. Se pensó que los cambios flotantes serían un remedio, pero a poco andar se vio que no daban tanta libertad como inicialmente se suponía y creaban un grado de mayor incertidumbre en las relaciones comerciales y financieras. Por eso la mayoría de los países decidió fijar su moneda en relación con la moneda de algún país importante, y

ción financiada con Grant de la Fundación Ford, que cubren la política monetaria chilena de 1955 a 1975.

- Zahler, “Políticas recientes de estabilización en el Cono Sur: El caso chileno: 1974-82”.
- Newlyn and Bootle, *Theory of Money*, tercera edición, Oxford, 1978.
- Carlos Massad, “El enfoque monetario de la balanza de pagos y el enfoque de absorción. ¿Resultados contradictorios?”. En: *Estudios de Economía*, N° 15, 1980.
- V. García y A. Saieh, “Dinero, precio y política monetaria”, Ediciones Macchi, Buenos Aires, 1985.
- “Supplied oriented adjustment policies”. Memo mimeografiado del FMI, 1981.
- Pierce & Shaw, “Monetary Economics”, Butterworths, London, 1974.
- Steven M. Sheffrin, *Rational expectations*, Cambridge University Press, 1983.
- Francisco Rosende, “Ciclo, expectativas e institucionalidad económica”, edición Universidad de Chile, 1989.

¹⁴ En el cual había resabios e influencias de la gran depresión de la preguerra.

la Comunidad Económica Europea estableció un sistema de paridades prácticamente fijas entre los países que la componen.

Estos hechos hicieron rebrotar o dieron importancia a hipótesis, enfoques y teorías, algunas de las cuales eran resurrección de viejos planteamientos, vestidos con nuevos ropajes, y que, en cierta manera, en mayor o menor grado, representaban un regreso a la oxtodoxia prekeynesiana. Ello no quiere decir que todo este movimiento no tenga elementos valiosos, que puedan y deban ser utilizados, en el análisis de los problemas económicos y financieros, o que no signifiquen llamar la atención acerca de la manera de tratar ciertas variables como las expectativas que, aun cuando antes ya se destacaba su importancia, no había recibido la atención o el análisis que merecían.

Es posible que, al menos en cierta medida, parte de los hechos que hicieron surgir estas nuevas tendencias estén superados. Del enfoque monetario de la balanza de pagos se habla hoy relativamente poco, la estanflación (que existió en los países en desarrollo mucho antes que llamara la atención a los economistas de los países desarrollados), es posible analizarla con los instrumentos keynesiano-neoclásicos¹⁵; y el monetarismo de la clase, practicado en Estados Unidos entre 1979 y 1982, ha dado paso a posiciones más pragmáticas.

Probablemente, la reducción de la inflación (en EE.UU. a 4,2% anual en el promedio 1987-89) y el resurgimiento de tasas aceptables de crecimiento (en los países industriales) sea, al menos, parcialmente responsable de los acontecimientos anteriores. Sin embargo, el estudio de estos enfoques, teorías o hipótesis es válido por las razones que se señalaron anteriormente. Creemos que deben hacerse algunas consideraciones adicionales sobre estos temas.

En los años 60 se pensaba que el precio de los bienes se relacionaba con el de los factores mediante tres etapas:

- a) Una relación negativa de la tasa de crecimiento de la producción (Y) relativa a su potencial y al nivel de desocupación. Esta es denominada la ley de Okun. Por cada 3 puntos de porcentaje de crecimiento del PIB sobre su tasa de tendencia (4% al año), la tasa de desempleo declinaría 1%.
- b) Una relación negativa entre el nivel de desocupación y la tasa de cambio de los salarios monetarios (curva de Phillips).
- c) Una ecuación que describe la manera en que las firmas fijan sus precios, en base a sus costos directos, particularmente los salarios.

El argumento se planteaba en estos términos:

Si crece la demanda agregada, aumentan la producción y la demanda de trabajo. Si baja el desempleo, aumentan los salarios nominales, y con ello los costos que las firmas pasan a sus compradores, y por tanto aceleran la tasa de inflación.

De este análisis se dedujo el concepto de *trade-off* entre la reducción del desempleo y la inflación, del cual aparecía la importancia de la política de demanda para alcanzar el equilibrio más deseable entre la producción real y la inflación. Al final de los años 60 pareció que el *trade-off* de la curva de Phillips empeoraba, en el sentido de que tasas de inflación más elevadas se asociaban con un nivel dado de desempleo. Esta observación llevó al supuesto de que la oferta y demanda de trabajo dependían de los salarios reales esperados, los que, a su vez, eran función de las tasas de inflación esperadas; de ahí que la curva de Phillips se desplazaba en respuesta a las expectativas cambiantes.

¹⁵ Véase Dornbusch & Fisher, *Macroeconomics*, Cap. XIV.

Una expansión de la demanda puede aumentar la producción temporalmente, pero en cuanto los trabajadores constatan que los salarios reales no han aumentado, la oferta volverá a su nivel anterior y la oferta de producción real será también igual que antes. Este análisis (Friedman y Phelps) implica que a largo plazo no puede contarse con un *trade-off* entre desempleo e inflación y que, además, las políticas para expandir la producción por estímulo de demanda afectarán a la tasa de inflación y no a la producción real. Asimismo, este enfoque puntualiza que las medidas que exitosamente reduzcan la tasa natural de desempleo pueden ayudar a incrementar la oferta y, de este modo, subrayan la importancia de políticas que mejoren la eficiencia de los mercados de factores. Por último, debido a que los salarios reales y el monto ofrecido y demandado de trabajo dependen de los movimientos que se anticipen en los precios, los métodos a través de los cuales los participantes en el mercado forman sus expectativas pasan a ser centrales para el análisis y también para la política económica.

Paralelamente a las críticas a la estabilidad de la curva de Phillips y a la existencia de un *trade-off* entre inflación y desempleo, revivieron ideas sobre el ajuste de la balanza de pagos que venían desde Hume y David Ricardo. Ellas niegan la exogeneidad de la oferta monetaria, en una economía abierta y con tipo de cambio fijo (éste era el caso del patrón oro), que habían sido la base de los tratamientos de ajuste externo en la época de la postguerra: el tratamiento denominado de elasticidades (planteado por A. Marshall y después desarrollado por Lerner y Joan Robinson) y el de la absorción con que Sidney Alexander complementó, siguiendo a Meade y, en cierto modo, a Keynes, los estudios de los efectos de la devaluación emprendidos en el Fondo Monetario, después del año 1948, a raíz precisamente de la devaluación de la libra esterlina y de un gran número de otras monedas, que estaban también ligadas a la libra. Aunque el enfoque de Alexander es de equilibrio general, ignora el mercado de activos y el mercado monetario.

Resulta curioso que a los pocos años, dentro del mismo Fondo Monetario y en relación con acuerdos de crédito de estabilización a países en desarrollo, principalmente en América Latina, otros funcionarios como J. J. Polak y E. W. Robicnek, plantearon como condiciones de estos créditos un límite al crédito interno del sistema bancario, cuyas bases aparecen racionalizadas por Manuel Guitián¹⁶.

Según este enfoque, un déficit continuo en la balanza de pagos, en un sistema de cambio, supone que la autoridad monetaria suministrará divisas de sus reservas para cubrir el déficit. Para ello tiene que retirar dinero del público, saldos que éste no desea mantener. En consecuencia, el déficit continuo implica un exceso de oferta de dinero, lo que no es posible a menos que la autoridad monetaria intencional o pasivamente esté aumentando de modo permanente la cantidad de dinero.

Un déficit (global) de la balanza de pagos significa que los pagos de los residentes al exterior deben superar los recibos de los mismos (estos pagos y recibos pueden ser tanto de carácter corriente como de capital). Los residentes de un país pueden gastar en exceso a sus recibos solamente si:

- i) Reducen sus saldos monetarios ociosos, lo que puede denominarse desatesoramiento o aumento de la velocidad de circulación del dinero; o
- ii) Si obtienen préstamos bancarios (creación de nuevo dinero). El tratamiento monetario pone énfasis a la diferencia entre "atesoramiento" y "creación de dinero", por un lado, y los pagos y recibos globales al y del exterior, por el otro. Los primeros

¹⁶ Guitián M., "Credit versus money as an instrument of control", *IMF Staff Papers*, XX, N° 3, noviembre 1973.

(pagos) pueden ser mayores que los segundos (recibos), si la creación de nuevo dinero excede el "atesoramiento neto" de la economía (los aumentos de la demanda de dinero).

El enfoque monetarista de la balanza de pagos podría escribirse en esta forma.

$$B = \Delta H - \Delta M_0 = R_f - P_f$$

en que el saldo de la balanza es igual al aumento de la demanda monetaria (ΔH) menos la creación de nuevo dinero (ΔM_0). Ello es la diferencia entre recibos y pagos del y al exterior.

Como esa ecuación es tautológica, no dice que todos los déficit y superávit externos "son causados" por magnitudes inapropiadas de atesoramiento (demanda monetaria) y creación de dinero. Lo que sí dice es que un desequilibrio de la balanza de pagos debe traducirse en una discrepancia entre ΔH y ΔM_0 y que su rectificación requiere que se restablezca la igualdad. Esto, aun cuando la causa del déficit sea "real". Si no hay nueva creación de dinero, un déficit de pagos externos tiene que terminar, eventualmente, cuando la cantidad de los saldos monetarios existentes alcance el nivel de los saldos deseados.

El enfoque monetario, que es un análisis de equilibrio general, pone su atención primeramente en las variables monetarias, pero ello no es óbice para analizar, al mismo tiempo, las conexiones causales entre las variables monetarias, de gasto y de comercio.

Una forma más extrema de los seguidores del enfoque monetario niega la posibilidad de que una devaluación monetaria mejore la posición externa, como lo hacen los economistas que piensan que la devaluación —al menos en ciertas circunstancias— puede mejorar los precios de los bienes transables respecto de los no transables y aumentar el saldo de la balanza comercial.

Este enfoque no apoya el punto de vista de que la política monetaria es la única responsable de los problemas de desequilibrio y la única que puede curarlos¹⁷. Esto es lo que sugiere el enfoque monetario de la balanza de pagos que ve a ésta como un fenómeno puramente monetario. Pero aún más importante, el enfoque sostiene que la devaluación tiene efectos sólo mediante una reducción del stock real de dinero y, desde este punto de vista, es equivalente a una contracción monetaria. Si esto es así, la devaluación no confiere a la autoridad un arma adicional. Es solamente un sustituto de la política monetaria.

Investiguemos más este argumento.

Siguiendo a Hume, la opinión aceptada de los déficit de la balanza de pagos es que una expansión de la demanda agregada hace subir los precios internos, lo que induce a reemplazar los productos nacionales por importados. Los déficit, en consecuencia, deben ir acompañados por una reducción de la razón de los precios externos a internos y los superávit con un aumento. Bajo el mecanismo del patrón de oro el desequilibrio reducía la oferta monetaria en el país deficitario y la aumentaba en el superavitario. Esto hacía bajar los precios en el deficitario y subirlos en el superavitario, lo que restablecería la razón original de costos y colocaría a la balanza de pagos de nuevo en equilibrio. Fue el supuesto de rigidez de precios y salarios hacia abajo o al menos la flexibilidad imperfecta de precios y salarios hacia abajo lo que hizo esta explicación inaceptable. La teoría se modificó reconociendo que si los precios y salarios eran inflexibles y no respondían a una baja en la demanda agregada, la producción y el empleo lo harían. El abandono del

¹⁷ Véase Newlyn, "Theory of Money".

patrón de oro y la revolución keynesiana descansó en sustituir las variaciones en los tipos de cambio a la flexibilidad de los precios y salarios internos. El éxito de una devaluación depende de elevar los costos y precios externos (expresados en la moneda nacional) sin subir, al mismo tiempo, en idéntico monto, los precios y costos internos. Pues bien, aparece como razonable argumentar que puede ser difícil mantener los salarios y precios de los exportables e importables, y en consecuencia que puede ser difícil elevar la razón crucial de precios externos a internos. Es con estos fundamentos que mucha gente se ha opuesto a las devaluaciones. Pero, las implicaciones de este argumento son que se requiere alguna intervención en la fijación de precios y salarios para restablecer el equilibrio externo, sin malograr el objetivo del empleo. Esto no es lo que los monetaristas sugieren. Su punto de vista es que la integración de los mercados de los bienes internacionales es tan grande que los precios de los bienes transables se determina virtualmente en los mercados internacionales. Una expansión de la demanda interna se dirige a un aumento de las importaciones sin causar ningún alza de los precios internos. Esta parte del argumento no es objetable. Sin embargo, para que el argumento sea completo se requiere que los bienes no transables permanezcan igualmente inafectados. Esto resultaría si el grado de sustitución de bienes transables por no transables y la movilidad de los factores entre los dos sectores de la producción de bienes fueran tan grandes que la razón de los precios entre uno y otro sector se pudiera tomar efectivamente como fija. El efecto de este argumento es que se necesitarían políticas que afecten el nivel del gasto interno (y no que alteren el gasto entre uno y otro sector) para lograr tanto el equilibrio interno como el externo.

También resultaría aceptable la posición monetarista, aunque los procesos de sustitución fueran imperfectos y la razón de los precios de bienes transables a no transables bajara con un aumento de la demanda agregada, si los bienes no transables tuvieran precios igualmente flexibles hacia abajo.

En este caso, una expansión de la demanda interna reduciría la relación de precios transables a no transables, pero una política de reducción del gasto volvería dicha relación a su posición primitiva, de modo que haría lograr tanto el equilibrio interno como el externo.

Ninguno de los dos argumentos parece muy razonable. Cualquiera que sea su relevancia para el largo plazo, el primero requiere un grado de sustitución muy elevado para que la afirmación sea aceptable en la clase de plazo que es relevante para las decisiones de política. El segundo descansa precisamente sobre la flexibilidad hacia abajo de precios y salarios que en la realidad no existe.

En nuestro propio país se podría citar como caso de devaluación exitosa la que se llevó a cabo después de la crisis de 1982; en cambio no se obtuvo el mismo resultado con la de 1962, que siguió a la crisis cambiaria de fines de 1961.

La importancia de las expectativas en las decisiones económicas y la necesidad de investigar la manera cómo ellas se forman fue reconocido por muchos economistas (Knight, Keynes, Hicks), pero no se encontraban formas convincentes de especificar algo sobre ellas o de introducirlas formalmente en los modelos económicos. Es en relación con investigaciones vinculadas con la demanda de dinero y el ingreso permanente, estimuladas ambas por el pensamiento friedmaniano, que se generalizó la utilización de modelos de expectativas adaptativas en que el valor esperado de una variable se hacía depender de sus valores pasados, ponderados de alguna manera. La introducción de una transformación de Koyck (método matemático desarrollado independientemente de los problemas económicos a que fue aplicable) hizo posible diseñar modelos en que todas las variables eran observables y, al mismo tiempo, simplificaba la especificación y facilitaba la estimación econométrica de los mismos.

El nuevo interés en las expectativas en relación con la crítica a la estabilidad de la curva de Phillips y un teorema de Muth del año 1960 dio surgimiento a la teoría de las expectativas racionales, que enfoca el problema de la información como de un bien económico escaso.

Una de las proposiciones más famosas de las expectativas racionales es la proposición de invarianza que sostiene que cualquier cambio predecible en la oferta monetaria no debería tener efectos en la producción, el empleo o cualquier otra variable real en la economía. Solamente los cambios no predecibles pueden tener tal efecto. El comportamiento de los precios y de la tasa de inflación serán afectados por los cambios anticipados y no anticipados de la oferta monetaria, pero solamente los movimientos no anticipados pueden afectar a la producción.

Un modelo simple ilustra esta proposición. El modelo tiene tres componentes: una relación de demanda agregada, una de oferta agregada y una regla que determina la oferta monetaria.

La demanda agregada será afectada exclusivamente por la política monetaria y no por la fiscal. Se supone que la velocidad de circulación es constante, de modo que la demanda agregada en logaritmos sería:

$$M_t + \bar{V}_t = P_t + Y_t$$

La constancia de V_t requiere que la demanda de dinero sea inelástica respecto de r .

La función de oferta agregada es una función de Lucas, en que la producción se desvía de la producción de capacidad o pleno empleo (Y_p), solamente cuando los precios difieren de los que el público anticipa.

De nuevo, en logs

$$Y_t = Y_p + \beta(P_t - {}_{t-1}P_t^e)$$

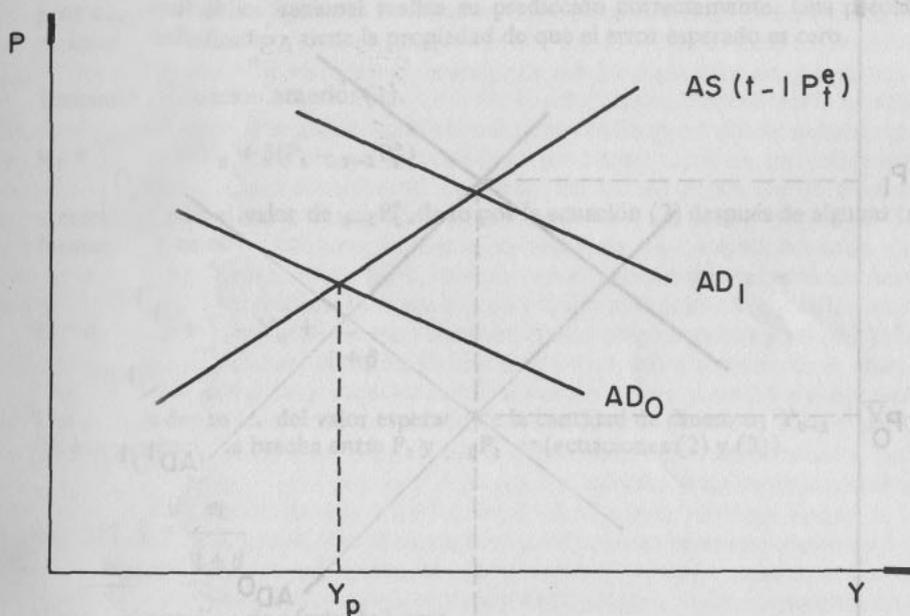
en que ${}_{t-1}P_t^e$ son los precios que el público espera que ocurrirán en el tiempo t , visto desde el período $t-1$, al final del cual se forman las expectativas para el período siguiente. Si P excede al P^e , los productores, creerán que parte de la diferencia corresponde a un mejoramiento de su precio relativo; lo mismo si P cae bajo P^e . En el primer caso, la producción estará por encima de su valor de tendencia y, en el segundo, por debajo. Supongamos que las expectativas de oferta monetaria y de precios están fijas o predeterminadas.

La curva AD es de pendiente negativa, porque dada M_t , los aumentos de precios tienen que reducir la producción para mantener constante la demanda nominal. La curva AS es de inclinación positiva (para expectativas dadas), debido a que la brecha entre P y P^e aumenta, cuando crece P . Si las expectativas no cambian, cuando aumenta la oferta de M , entonces tanto Y como P aumentarán. El aumento de M traslada la curva AD a AD^1 . Aunque este resultado es típico de la mayoría de los modelos macroeconómicos no es consistente con las expectativas racionales. En modelos de esta última clase las expectativas no son fijas ni predeterminadas, sino que responden a los movimientos anticipados en la oferta monetaria. Para ilustrar esto hay que especificar una regla monetaria que las autoridades utilicen. Sea ésta:

$$M_t = \alpha_1 Y_{t-1} + \epsilon_t$$

$$E(\epsilon_t / I_{t-1}) = 0.$$

GRAFICO 1



La oferta monetaria es función del ingreso en el período anterior más un shock aleatorio que ni las autoridades ni el público pueden predecir. La porción del stock de M , $\alpha_1 Y_{t-1}$, es conocida del público y puede pensarse que es una política de retroalimentación, porque depende de valores pasados de variables observables. La proposición de la invarianza sostiene que el parámetro α_1 de la regla de retroalimentación que las autoridades establecen no tiene efectos sobre el comportamiento de la producción en la economía. Solamente el componente no anticipado (ϵ_t) hará que la producción se desvíe de su nivel de pleno empleo.

Esto se ilustra en la figura en que el público espera que el stock monetario aumente la demanda agregada de AD_0 a AD_1 .

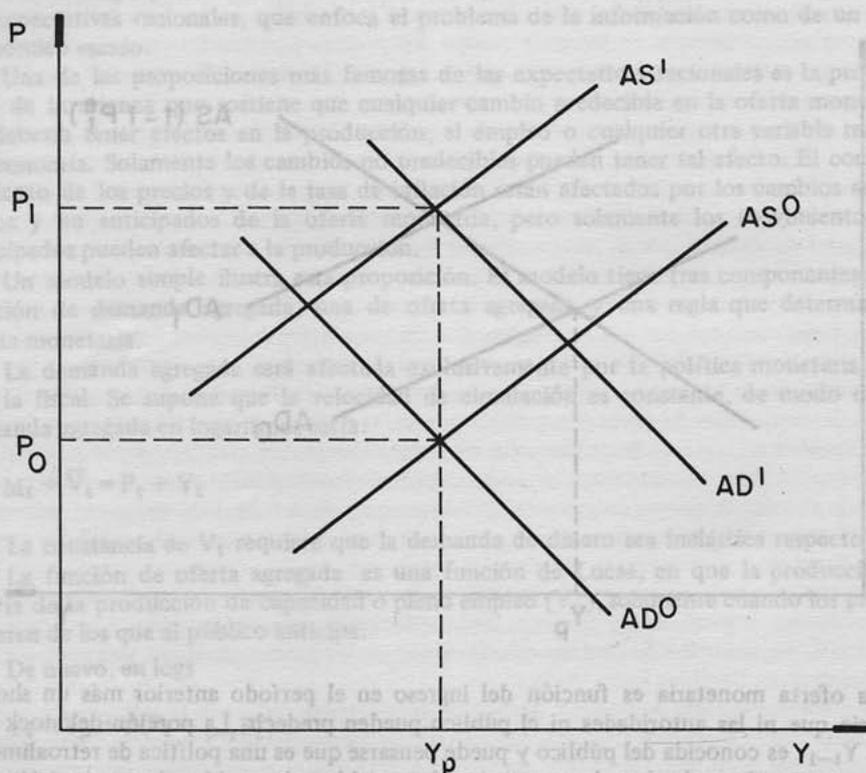
Actores racionales no esperarán que los precios se queden en P_0 ; entonces en la medida en que sus expectativas de variación de los precios cambian, la oferta agregada pasará de AS_0 a AS_1 ; la producción quedará donde el mismo y los precios aumentarán de P_0 a P_1 .

Con expectativas racionales las expectativas de precios se determinan dentro del modelo a la luz de los desarrollos futuros de la oferta monetaria. Esto puede expresarse así

$${}_{t-1}P_t^e = E(P_t/I_{t-1})$$

La ecuación dice que las expectativas subjetivas de los individuos (${}_{t-1}P_t^e$) son iguales a la esperanza matemática del nivel de precios, dada tanto por la estructura del modelo como por la información disponible. Esta ecuación hace que las expectativas de los precios, en cierto modo, sean una variable endógena en el modelo.

GRAFICO 2



Un análisis de las ecuaciones del modelo puede dar una visión adicional de la proposición de invarianza. Usando las ecuaciones de oferta y demanda para eliminar Y_t , se obtiene

$$M_t + \bar{V} - P_t = Y_p + \beta(P_t - {}_{t-1}P_t^e) \quad (1)$$

Tomando la esperanza matemática de ambos lados de la ecuación anterior al tiempo $t-1$, se obtiene

$$\alpha_1 Y_{t-1} + \bar{V} - {}_{t-1}P_t^e = Y_p$$

y ordenando

$${}_{t-1}P_t^e = \alpha_1 Y_{t-1} + \bar{V} - Y_p \quad (2)$$

Tres puntos deben enfatizarse en la determinación de la esperanza matemática:

- La esperanza de la cantidad de dinero se obtiene de la regla que determina la oferta monetaria. El público sabe que la cantidad de M diferirá de lo esperado en ϵ_t , cuya mejor estimación es cero.

- b) Se invoca la hipótesis de expectativas racionales, cuando la expectativa matemática de los precios $E(P_t/I_{t-1})$ se iguala a la expectativa psicológica del público ${}_{t-1}P_t^e$; y
- c) El error de predicción esperado $E(P_t - {}_{t-1}P_t^e)$ es cero, hecho que refleja que, en promedio, el público racional realiza su predicción correctamente. Una predicción racional, por definición, tiene la propiedad de que el error esperado es cero.

Tomando la ecuación anterior (1).

$$M_t + \bar{V} - P_t = Y_p + \beta(P_t - {}_{t-1}P_t^e)$$

y reemplazando el valor de ${}_{t-1}P_t^e$, dado por la ecuación (2) después de algunas transformaciones, se obtiene:

$$P_t = \alpha_1 Y_{t-1} + \bar{V} - Y_p + \frac{\epsilon_t}{1 + \beta} \quad (3)$$

Los precios dependen del valor esperado de la cantidad de dinero $\alpha_1 Y_{t-1} + \bar{V} - Y_p$. En consecuencia, la brecha entre P_t y ${}_{t-1}P_t^e$ es (ecuaciones (2) y (3)).

$$P_t - {}_{t-1}P_t^e = \frac{\epsilon_t}{1 + \beta}$$

Usando la ecuación de oferta de Lucas

$$Y_t = Y_p + \beta(P_t - {}_{t-1}P_t^e)$$

$$Y_t = Y_p + \beta \frac{1}{(1 + \beta)} \epsilon_t \quad (4)$$

Esta ecuación refleja la proposición de invarianza. La parte predecible de la oferta monetaria afecta a los precios (ecuación (3)), pero no al nivel de producción (ecuación (4)). Las fluctuaciones no anticipadas del stock de dinero (ϵ_t) afectan aleatoriamente al nivel de la producción alrededor del nivel de producción de pleno empleo. Elementos claves de este análisis son: a) la neutralidad del dinero anticipado en las variables reales; b) los precios son completamente flexibles; y, c) los individuos tienen solamente información local en vez de global o referente al total de la economía.

III. RECOMENDACIONES

De los tres enfoques o teorías reseñadas anteriormente y que afectan, en alguna medida, la efectividad de las políticas macroeconómicas de demanda, es pertinente hacer algunos comentarios sobre cada uno de ellos.

El enfoque monetario de la balanza de pagos endogeniza el dinero en una economía abierta, con tipo de cambio fijo, y en ese caso extremo la autoridad monetaria solamente tiene control sobre el crédito interno del Banco Central y no sobre los agregados monetarios. En la práctica, los sistemas monetarios son un tanto híbridos; aunque el tipo de

cambio se vaya ajustando, probablemente no para producir un equilibrio preciso en la balanza de pagos, el Banco Central puede tener algún grado de control sobre la oferta monetaria. En todo caso, el control sobre el crédito interno o doméstico tiene la ventaja de coincidir con el tipo de control que establece el Fondo Monetario Internacional en sus créditos de estabilización. Como Chile, al igual que otros países en desarrollo, tendrá que continuar con esta clase de crédito, parece conveniente que centre el interés de su política en el crecimiento de esta variable.

El planteamiento de que las variaciones del tipo de cambio nominal no tienen más efectos reales que en tanto cuanto varían el valor de los saldos monetarios y otros activos financieros es una visión parcial del problema. Bajo ciertas condiciones la devaluación puede mejorar el precio de los bienes transables respecto de los no transables y ser un medio menos doloroso —en términos de actividad económica y de ocupación— para mejorar las cuentas externas. El hecho de que la devaluación tenga que ir acompañada por una política apropiada de crédito y de salarios no invalida este aserto, aunque sí hace más difíciles las condiciones para que ello suceda exitosamente.

Dada la circunstancia de que los países en desarrollo y los latinoamericanos de fuerte endeudamiento deben apoyarse en un crecimiento importante del sector exportador, no se puede permitir que fuerzas inflacionarias internas más acentuadas que las externas puedan comprometer ese crecimiento y se verán, en consecuencia, obligados a recurrir a una forma u otra de devaluación.

Las nuevas hipótesis acerca de las expectativas, si algo significan, es limitar el alcance de lo que puede esperarse de la política monetaria, lo cual no implica tampoco que dicha política no requiera pilotaje. Pero, no puede esperarse que sea tan ambiciosa como lo fue, en ocasiones, en el pasado —con muchos frenos y aceleraciones— y con magros resultados.

Aparte de lo que se ha dicho en esta sección, hay algunos hechos que también deben tomarse en cuenta en el diseño de una política monetaria para Chile.

1. No se ha probado la diversidad de longitud de los rezagos con que la política monetaria actúa sobre las variables a que apunta, que fue lo que dio respaldo en el pasado a los que preconizaban las reglas en contraposición a la política monetaria discrecional.
2. La nueva Ley Orgánica del Banco Central limita su acción, respecto de la antigua, tanto en sus objetivos como en las operaciones que está facultado para realizar.
3. La integración mayor de los mercados de capitales de los diversos países, y su creciente movilidad, pone una limitación fuerte a la autonomía de cada Banco Central para controlar agregados monetarios. Si eligiera el control preconizado por el Fondo Monetario tendría que prestar fuerte atención a lo que ocurra con la tasa de interés y el tipo de cambio, para que las políticas sean coherentes y para que variaciones en las reservas externas no perjudiquen o anulen los objetivos de estabilidad interna que busquen el control del crédito interno.

A pesar de todo lo dicho, pensamos que sería difícil dar el consejo de no actuar y someterse rígidamente a una regla, pero la autoridad podría acercarse a una regla, aunque de no tan larga duración como preconizaban Friedman y su escuela. Ante el desconocimiento de la combinación de políticas requeridas, de las variables que serán afectadas, de la intensidad del uso de los mismos y de los rezagos que existen en sus efectos, de las posibilidades de actuar excesivamente en la aplicación de una medida y que la variable se mueva más allá de su nivel deseado, nos lleva a que hay que ser cautelosos cuando no

estamos en presencia de un shock excesivamente grande (no abogo por que no haya ninguna discrecionalidad, pero que ello se aplique cuando las perturbaciones sean serias); en general, no debe hacerse *fine tuning*.

Debe orientarse la política hacia el control de crecimiento del crédito interno del Banco Central.

- Anunciar las tasas anuales de su crecimiento.
- Tratar de lograr una expansión decreciente, período tras período, si queremos reducir la inflación a largo plazo.

Lo anterior tiene ciertas ventajas:

- Se conforma con las políticas del FMI, a cuyos programas nuestros países estarán sometidos por largo tiempo.
- Ya que las tasas de expansión se revisarán anualmente, estaríamos en presencia de una regla que se revisaría con una periodicidad no muy extensa.
- Que la tasa de expansión decrezca a lo largo del tiempo es lo único que garantiza que la inflación se reducirá en el futuro.
- Uno de los pocos conocimientos firmes que tenemos en teoría monetaria es que a largo plazo la tasa de inflación está determinada por la tasa de expansión del stock de dinero.
- Esta política tiene similitudes (guardando las proporciones por la magnitud del país, su integración económica con otros países y la gran movilidad de su cuenta de capital externo) con la proseguida exitosamente por la República de Alemania Federal desde 1973, que ha logrado una gran fortaleza interna y externa para el D.M.

Como se dijo, el Banco Central debe preocuparse, al mismo tiempo, de las tasas de interés, lograr que ellas tengan valores reales positivos que no induzcan excesivos ingresos o salidas de capital del y hacia el exterior, y que no tengan un valor excesivamente elevado, de modo que se constituyan en un gravamen serio para el sistema productivo. En tal caso, pensamos que se justificaría una intervención directa del Banco Central, mediante sugerencias a las empresas bancarias, preferentemente sobre las tasas activas, cuando ello ocurra.

Una reducción de la inflación con el menor dolor posible exige que se reduzcan las presiones de costos y las expectativas inflacionarias. Un factor que hace cada vez más difícil reducir la inflación en Chile es el proceso de indización, a través del mecanismo de la UF.

El sistema chileno incorpora en el proceso inflacionario las variaciones del IPC —y algunas de ellas pueden ser bastante erráticas y temporales—, en un número muy grande de variables económicas, las que, a su vez, retroalimentan el proceso inflacionario.

El sistema UF (que no existe en ninguna otra parte) da más garantías a los acreedores que un sistema de precios estables sin indización.

Deberían estudiarse algunas correcciones posibles, de las cuales las siguientes se enumeran como posibilidades:

- a) Reducir el número de variables sujetas a indización.
- b) Alterar el tiempo de los ajustes a 3 meses, 6 meses, 1 año.
- c) Revisar los índices de ajuste para eliminar valores extremos.
- d) Establecer promedios móviles de los índices que se utilicen para indizar.

- e) En el caso de deudas hipotecarias de empleados y obreros, o de propiedades de valores inferiores a un cierto monto, ajustar por el índice de menor variación entre, por ejemplo, IPC (o IPC ajustado) o índices de sueldos y salarios.

La política monetaria está muy estrechamente vinculada con otras políticas económicas, en especial, con la fiscal y la cambiaria, pero discutir estos problemas nos haría salirnos del límite de este trabajo.