

ESTUDIOS MONETARIOS VIII

EXPERIENCIAS SOBRE BANCOS CENTRALES



DIRECCION DE
POLITICA FINANCIERA



BANCO CENTRAL DE CHILE

1983

CONTENIDO

	Página
DISCURSO INAUGURAL DEL VICEPRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE, Sr. Hernán Felipe Errázuriz	7
EL BANCO CENTRAL DE CHILE EN EL PERIODO 1925-1950, por el Dr. Donald L. Kemmerer	11
— Inflación y estabilización en Chile en la década del 20	13
— La Comisión Kemmerer	15
— Antecedentes y trayectoria del Dr. Edwin Walter Kemmerer	17
— Recepción en Chile de la Comisión Kemmerer	18
— Ley para la creación de un Banco Central	19
— Creación de la Ley Monetaria	23
— Creación de la Ley General de Bancos	25
— Epílogo	30
EL BANCO CENTRAL DE CHILE EN EL PERIODO 1950-1970, por el Dr. Jorge Marshall	33
— Introducción	35
— El Banco Central en la década del 50	38
— El Banco Central en la década del 60	43
PROBLEMAS MONETARIOS INTERNACIONALES: EL ROL DE LOS BANCOS CENTRALES EN LOS PAISES INDUSTRIALIZADOS, por el Dr. Roland Vaubel	49
— El problema	51
— Comprobación empírica	52
— Opciones de política monetaria	53
1ª Opción: Metas anunciadas, excluidos los desplazamientos internacionales de la demanda de dinero	54
2ª Opción: Metas anunciadas que consideran desplazamientos internacionales esperados en la demanda de dinero	54
3ª Opción: Períodos de anuncios más breves o bandas más amplias	55

4ª Opción: Expansión monetaria anunciada sujeta a restricciones de niveles de precio	55
5ª Opción: Metas de tasas de cambio nominales	56
6ª Opción: Anuncios de expansión monetaria sujetos a restricciones cambiarias reales	56
7ª Opción: Medidas para reducir la sustitución de moneda	58
— Conclusiones	58

EL PAPEL DE LOS BANCOS CENTRALES: LA EXPERIENCIA EUROPEA,

por el Dr. Pascal Salin	61
Introducción	63
I Un modelo muy sencillo de unión de monedas	65
II Los mecanismos del Sistema Monetario Europeo	69
III El funcionamiento efectivo del Sistema Monetario Europeo: El éxito aparente y los costos ocultos	73
IV ¿El Sistema Monetario Europeo otorga algún bien público?	76
V ¿Por qué la integración monetaria?	82
VI La organización monetaria de una pequeña economía abierta	83

CUADROS ESTADISTICOS:

Nº 1.- Precios al por menor	86
Nº 2.- Tipos de cambio efectivos, reales	86

DISCURSO INAUGURAL DEL VICEPRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL DE CHILE, SR. HERNAN FELIPE ERRAZURIZ

El Banco Central de Chile tiene el agrado de inaugurar el presente Seminario sobre "Experiencias de Bancos Centrales", evento organizado con el fin de hacer un aporte a la comunidad nacional en momentos en que la nueva ordenación económico-institucional del país define a esta Institución como un organismo autónomo y esencialmente técnico.

El Banco Central de Chile inició sus operaciones hace ya más de medio siglo; concretamente, 56 años. Durante este período se ha visto influenciado por las políticas económicas adoptadas por los sucesivos gobiernos.

Por esta razón, las posibilidades de la Institución para seguir políticas monetarias y financieras estables estuvieron permanentemente limitadas por las decisiones de los respectivos gobiernos. En particular, se hizo tradición que el Banco Central financiara cualquier déficit del Sector Público. En consecuencia, era muy fácil para los Gobiernos adoptar políticas expansivas en sus gastos y financiarlos con préstamos de esta Institución.

No existía prácticamente ningún mecanismo que impusiera un límite a este procedimiento. Esto permitió que la inflación y los problemas de balanza de pagos se consideraran como hechos absolutamente normales en la economía chilena.

Si bien la situación se agudizó a comienzos de la década del 70, no puede negarse que las raíces del problema son bastante más antiguas.

En promedio, entre 1960 y 1970, el *déficit fiscal* como porcentaje del Gasto del Producto Geográfico Bruto representó alrededor de 3,3%. En los siguientes tres años este porcentaje creció significativamente, hasta alcanzar, en 1973, un récord de 23,6%. El comportamiento de las tasas de inflación fue bastante consecuente con lo anterior, así como también los déficit en Balanza de Pagos.

Pero el Banco Central no sólo tuvo que hacerse cargo del Gasto Público, sino además debió ejercer numerosas funciones de ejecución de políticas financieras y comerciales discriminatorias entre las distintas actividades económicas. Entre éstas, cabe mencionar las políticas crediticias en favor de sectores privilegiados, políticas de asignación de divisas que discriminaban en cuanto a precios y cantidades según el tipo de operación y políticas arancelarias que favorecían a ciertas actividades y perjudicaban a otras.

Sin duda, esta vinculación a decisiones contingentes politizó la institución y desvirtuó el carácter técnico que se le había fijado originalmente.

El momento actual que vive la economía del país es de un doble ajuste. Por una parte, influyen las condiciones adversas de nuestros mercados de exportación, y por otra, la baja sustancial de la inflación interna.

En cuanto al primer aspecto, la política económica vigente implica afrontar este ajuste con tipo de cambio fijo nominal en un ambiente donde las finanzas públicas están saneadas y arrojan excedentes, y los mercados de factores y productos se han ido fortaleciendo al liberarlos de controles y distorsiones.

En lo que se refiere al segundo aspecto, con la adaptación a una inflación semejante o inferior a la internacional, puede observarse que este proceso valida y facilita el ajuste externo anteriormente mencionado.

El extraordinario progreso alcanzado en materia de inflación, medida por los cambios en los índices de precios al nivel del consumidor y al por mayor, y la dinámica del ajuste externo, que nos revelan diversos indicadores, permiten concebir fundadas esperanzas de que éste continuará operando fluidamente bajo los lineamientos de la actual política económica manteniendo la neutralidad del Banco Central.

La experiencia que en el presente está viviendo el Banco Central de Chile es, por lo anteriormente mencionado, de notable interés, puesto que la Institución ha retomado su carácter eminentemente técnico, lo cual concuerda con una economía moderna, progresista y eficientemente organizada. Por esto, el Banco Central de Chile ve con especial interés las exposiciones contempladas para este Seminario. Ellas estarán a cargo de distinguidas personalidades de vasta experiencia en el ámbito de las finanzas y de extensa trayectoria académica.

El orden del Seminario será el siguiente:

En primer lugar, la disertación del Profesor Donald Kemmerer, de la Universidad de Illinois, versará sobre el tema "El Banco Central de Chile en el período 1925-1950". Es particularmente grato contar en esta oportunidad con la presencia del Profesor Kemmerer, por cuanto él tuvo, en 1925, una participación directa como Secretario Asistente de la Misión Kemmerer que dirigiera su padre y que significó la creación del Banco Central de Chile.

Para terminar la reunión matinal, el Profesor Jorge Marshall, de la Universidad de Chile, disertará sobre la "Evolución del Banco Central de

Chile''. El Profesor Marshall es una de las personas más capacitadas para opinar sobre el tema, no sólo por sus actividades académicas, sino porque él fue Gerente de Estudios y, por tanto, el economista principal del Banco Central durante una parte importante del período en estudio.

En la sesión de la tarde se presentará, en primer lugar, el Dr. Roland Vaubel, Director del Institut Für Weltwirtschaft de la Universidad de Kiel, quien expondrá el tema "Problemas Monetarios Internacionales: el Rol de los Bancos Centrales en los países industrializados". El Dr. Vaubel es experto en Economía Internacional y Economía Monetaria.

La última exposición de este Seminario estará a cargo del Dr. Pascal Salin, quien disertará sobre el tema "El rol del Banco Central: lecciones de la experiencia europea". El Dr. Salin es experto en problemas monetarios internacionales, tema sobre el cual ha publicado libros y numerosos artículos. En la actualidad, es profesor de la Universidad de París — Dauphiné.

**EL BANCO CENTRAL DE CHILE
EN EL PERIODO 1925-1950**

Dr. Donald L. Kemmerer

Profesor de Economía, Emeritus,
de la Universidad de Illinois

**EL BANCO CENTRAL DE CHILE
EN EL PERIODO 1925-1950**

Dr. Donald L. Kemmerer
Profesor de Economía, Emeritus,
de la Universidad de Illinois

Inflación y estabilización en Chile en la década del 20

La Comisión de Asesores Financieros dirigida por el Dr. E.W. Kemmerer de la Universidad de Princeton —conocido mundialmente como “doctor dinero”— formuló sus recomendaciones al Gobierno de Chile a mediados de 1925. En esa época, Chile tenía aproximadamente cuatro millones de habitantes y el comercio exterior alcanzaba a 375 millones de pesos¹. El país exportaba alrededor del 40 por ciento de su “producto anual de bienes mensurables”, los que consistían mayoritariamente en nitratos y cobre. Durante la Primera Guerra Mundial, Estados Unidos se había convertido en su principal cliente y proveedor, reemplazando a Inglaterra en ambos aspectos. Sin embargo, las inversiones británicas en Chile duplicaban las realizadas por Estados Unidos, a pesar de que las inversiones norteamericanas estaban aumentando con rapidez, especialmente en la minería. Chile producía en aquella época más de los dos tercios del total de los minerales de América del Sur. Su crédito externo era excelente, porque jamás se había atrasado en el pago de su deuda externa².

Es posible preguntarse, entonces, qué razones tuvo Chile para requerir una misión asesora extranjera y por qué se eligió al Dr. E.W. Kemmerer.

La respuesta a la primera interrogante se encuentra en la historia del peso —la unidad monetaria de Chile— cuyo poder adquisitivo había estado declinando en el transcurso de tres cuartos de siglo, pese a los alardes de un Ministro de Hacienda, quien, hacia 1824, declaraba que su país aceptaría papel moneda “sólo en la punta de una bayoneta”; otro Ministro de Hacienda, en 1850, manifestó ante el Congreso: “Permita Dios que logremos mantenernos distantes de instituciones similares a bancos de emisiones”³.

¹ *The Statesman's Yearbook*, 1927, p. 725.

² Paul Drake, *Money Doctor in the Andes*, manuscrito todavía no publicado, Capítulo III, “Eclipse of the Chilean Papeleros, 1925-32”, pp. 1-6.

³ Guillermo Subercaseaux, *Monetary and Banking Policy of Chile*, Clarendon Press, Oxford, 1922, pp. 62-63.

Chile se encontraba entonces nominalmente dentro de un sistema bimetálico, pero, desde 1873, en realidad sólo regía el patrón plata, encontrándose este metal en proceso de depreciación⁴.

Chile abandonó este patrón en 1879 cuando se declaró la Guerra del Pacífico, y se mantuvo sobre la base de papel moneda hasta 1895 a pesar de que frecuentemente manifestaba su intención de retornar al bimetalismo. En 1890, Agustín Ross propuso que Chile pasara al patrón oro, pues ya 22 naciones lo habían adoptado ese año. Pero al originarse una costosa guerra civil se postergó la adopción del patrón oro hasta 1895. Desgraciadamente, Chile cometió la grave equivocación de sobrevaluar excesivamente el peso en relación con el oro. En 1898, bajo la administración del presidente Federico Errázuriz, se realizó un leve esfuerzo por salvar el patrón oro, el cual se derrumbó. Durante los nueve años siguientes los partidarios del papel moneda estuvieron en el poder y el patrón oro dejó de ser respetado. Enseguida, con la desilusión provocada por el papel moneda, surgió la inflación y empezaron de nuevo conversaciones para retornar al patrón oro. Esto podría haber ocurrido en 1914, si no se hubiera declarado la Primera Guerra Mundial. Entretanto, la tasa de cambio para el peso había disminuido de 94 centavos en 1834 a 36 centavos en 1895, y a 14 centavos en 1914⁵.

Gracias a la demanda de nitratos y cobre chilenos originada por la guerra (1914-1918), las exportaciones del país se expandieron considerablemente; el peso aumentó de valor comparado con el oro y en dos tercios en cuanto al dólar americano. Hubo gran prosperidad en muchas regiones del país hasta el término de la guerra. Concluido el conflicto, la industria del nitrato cayó en extrema depresión. Los nitratos representaban alrededor de 75 por ciento de las exportaciones de Chile y los impuestos que lo gravaban proporcionaban aproximadamente la mitad de los ingresos del Estado⁶. En consecuencia, se recurrió a una ley dictada el 3 de agosto de 1914, que autorizaba anticipos a la industria del nitrato por medio de letras contra la Tesorería, la cual a su vez garantizaba emisiones con respaldo legal mediante "vales de Tesorería". Las emisiones de papel moneda respaldadas por el nitrato o el oro se incrementaron de 76 millones de pesos en 1918 a 174 millones en 1921⁷.

Entretanto ocurrió un cambio importante. Los productores de salitre comenzaron a pagar sus deudas y los bancos tenían que retirar vales con respaldo de este mineral. Sin embargo, la contribución de la industria salitrera a los ingresos fiscales continuó siendo pequeña. El Gobierno, por tanto, se vio frente a problemas financieros. En lugar de tratar de poner en circulación una emisión de bonos para cubrir sus déficit, por temor a un fracaso, sustituyó —conforme a una nueva ley de 1921— con una cantidad equivalente de vales bonos garantizados por el Gobierno, vales garantizados por nitrato. Estos fondos le permitieron enfrentar sus déficit para evitar la aplicación de impuestos y obviar una fuerte deflación de papel moneda y, probablemente, una depresión⁸.

⁴ Frank W. Fetter, *Monetary Inflation in Chile*, Princeton University Press, 1931, pp. 134-35 y 148.

⁵ F.W. Fetter, Gresham's Law and the Chilean Peso, *Journal of Political Economy*, Dic. 1933, pp. 822-23.

⁶ F.W. Fetter, *Monetary Inflation*, pp. 130, 142, 151.

⁷ Ibid. pp. 130, 137, 148.

⁸ Ibid. pp. 48-53.

Sin embargo, muchas personas estaban conscientes del peligro a largo plazo que representaban estos manejos monetarios y recelaban de la manera en que el Gobierno financiaría sus próximos déficit. El valor del oro del país había bajado a 12 centavos y las perspectivas de nuevas emisiones de papel moneda, con la consiguiente alza de precios, parecía una posibilidad. Era necesario adoptar medidas drásticas. Al respecto, en 1926, el Profesor E. W. Kemmerer escribe: "La fuerza laboral sufrió mucho como consecuencia de la inflación de papel moneda y a pesar de que los intereses de los trabajadores se orientaban, en general, hacia el dinero barato durante los años de la mayor inflación, los obreros tuvieron finalmente que aprender su lección y, en estos últimos años, las organizaciones laborales de Chile han sido firmes partidarias del retorno al patrón oro"⁹.

En 1920 se eligió Presidente de Chile a Arturo Alessandri Palma, político de ideas radicales, quien en un comienzo fue partidario del papel moneda, pero a medida que aumentaban sus problemas financieros, fue modificando su concepción inicial¹⁰. Hacia el año 1923, se consideró necesaria la contratación de un experto monetario extranjero, y en 1924 el asunto se conversó con el Embajador de Chile en Washington. Sorpresivamente, en septiembre de 1924, una Junta integrada por el Ejército y la Marina depuso al presidente Alessandri, quien debió abandonar el país. En enero de 1925, un grupo de jóvenes oficiales reformistas, encabezado por el coronel Carlos Ibáñez, reemplazó a la Junta y solicitó el retorno del presidente Alessandri. La estabilización monetaria para detener la creciente inflación fue una de las principales medidas, la cual encontró apoyo en las organizaciones obreras¹¹.

La Comisión Kemmerer

El 26 de febrero de 1925 el profesor Kemmerer mantuvo una prolongada conversación con el Embajador de Chile en Washington, don Beltrán Mathieu, respecto a la posibilidad de organizar una misión financiera en Chile, como la que recientemente había dirigido en Colombia¹². El 16 de marzo expuso al Embajador sus condiciones preliminares para una permanencia por tres meses (junio a septiembre) de tres expertos, lo que tendría un valor aproximado de US\$ 30.000. El número de componentes de la misión y su costo aumentaron posteriormente¹³. Cuando la misión partió hacia Valparaíso, el 11 de junio, su número alcanzaba a trece personas, considerando esposas y secretariado adicional, algunos de los cuales se unieron a ella durante el viaje¹⁴. Cinco de los integrantes eran expertos, especialmente los siguientes:

⁹ E.W. Kemmerer, "Chile Returns to the Gold Standard" ("Chile Retorna al Patrón Oro"), *Journal of Political Economy*, junio, 1926, p. 269.

¹⁰ F.W. Fetter, *Monetary Inflation*, pp. 160-165.

¹¹ P. Drake, *Money Doctor*, p. 19.

¹² E.W. Kemmerer a Mathieu, Archivo de cartas de la colección E.W. Kemmerer, Mudd Library.

¹³ E.W. Kemmerer Diary, 26 de febrero, 1925. Seeley G. Mudd Manuscript Library, Princeton University.

¹⁴ Se agregó a la Comisión el experto en administración de ferrocarriles, el profesor Van Zandt, de University of Southern California.

Dr. E. W. Kemmerer, Director de la Comisión y experto en dinero y bancos centrales;

Howard M. Jefferson, con licencia del Federal Reserve Bank de New York, quien había estado en la misión Kemmerer en Colombia en 1923, y experto en prácticas bancarias en general;

Harley L. Lutz, profesor de Finanzas Públicas de la Universidad de Stanford y experto en Tributación;

Joseph T. Byrne, socio principal de una prominente firma de auditores de New York, con gran experiencia en Contabilidad Fiscal, experto en Auditoría y Control Fiscal, y

William T. Renwick, banquero de New York, con experiencia práctica en Administración de Aduanas en San Salvador, experto en Ingresos Aduaneros.

Henry West —a la sazón de 26 años— oficiaba de secretario general de la Comisión. Anteriormente se había desempeñado como secretario del Dr. William Cumberland en Perú y también del Embajador Fletcher en Chile; poseía un dominio fluido del español, y era experto, aunque a menudo impaciente. El Secretario económico del Dr. Kemmerer, Frank W. Fetter —también de 26 años—, había estado con él en Guatemala el verano anterior¹⁵. Posteriormente escribió su tesis para obtener su grado de Ph. D. en Princeton, titulada *Inflación Monetaria en Chile*. Secretario de Mr. Renwick era el Sr. Avilés de San Salvador. Este escritor —entonces de 19 años—, que comenzaba su tercer año en Princeton, venía como secretario ayudante, pero se le permitía asistir a las conferencias diarias de la Comisión. También había estado en Guatemala el verano anterior.

En conjunto la Comisión estaba formada por un grupo relativamente joven. La mayoría de los expertos no pasaban de los cuarenta años, y los secretarios tenían alrededor de veinte. El Dr. Kemmerer, el de más edad, celebró su 50º cumpleaños al llegar a Antofagasta. Todos ellos eran consejeros experimentados en áreas de problemas en los que Chile necesitaba urgente ayuda. El país tenía moneda corriente no convertible, no había banco central y una ley anacrónica gobernaba sus bancos comerciales. El sistema tributario no recaudaba suficientes ingresos y dependía demasiado de la “fiesta” o “hambruna” de la industria salitrera. La recaudación de derechos de aduana era igualmente deficiente y más bien inoperante. Los procedimientos de contabilidad del Gobierno y los controles fiscales eran deficientes y necesitaban actualizarse. Había demasiados funcionarios fiscales y una inflación creciente, sin que hubiera aumentos de salarios en la misma proporción, lo que fomentaba malversaciones y descuidos¹⁶. Todo el mecanismo de Gobierno requería reacondicionamiento.

¹⁵ Kemmerer, *Archivo cartas* (a Mathieu), marzo 16, abril 24, mayo 16 y junio 10; (de Mathieu a Kemmerer), mayo 6 y 23; (de Kemmerer a Edgar Williams), junio 10.

¹⁶ P. Drake, *Money Doctor*, p. 16.

Antecedentes y trayectoria del Dr. Edwin Walter Kemmerer

Los antecedentes del Dr. Edwin Walter Kemmerer para dirigir esta misión eran más que suficientes. Su disertación para recibirse de doctor en economía en la Universidad de Cornell, en 1901, versó sobre una modernización experta y razonada de la teoría cuantitativa del dinero, estudio que rápidamente le otorgó prestigio académico. Entre 1903 y 1905, participó en un grupo financiero en las Filipinas, que instauró el patrón oro de cambio en ese país. A su regreso a Estados Unidos fue catedrático durante seis años en la Universidad de Cornell, y mientras estaba allí escribió el libro *Variaciones Estacionales de la Demanda de Dinero y Capital en los Estados Unidos*, obra muy apreciada al formularse la Ley del Federal Reserve de 1913. En 1912 se trasladó a la Universidad de Princeton, donde escribió el libro *Reformas Monetarias Modernas*, sobre el patrón oro de cambio en diversos países. En 1917 actuó como consejero financiero en México, país que intentaba estabilizar su moneda a raíz de la revolución y de una grave inflación. En 1919 fue llamado por Guatemala para asesorar en la estabilización de su peso. Tres años después aprovechó sus vacaciones para viajar por América del Sur, reuniéndose con banqueros y dirigentes de gobierno en Brasil, Uruguay, Chile (entonces conoció a Guillermo Subercaseaux y al presidente Arturo Alessandri), Bolivia, Perú y Panamá.

Al año siguiente encabezó una pequeña misión asesora de cuatro personas a Colombia. El éxito de esa misión fue celebrado a través de toda América del Sur. A comienzos de 1924 sirvió como principal asesor económico de la Comisión Dawes, cuya tarea consistía en vigilar los pagos de reparaciones de Alemania. A su regreso, se le llamó nuevamente de Guatemala; su asesoría condujo a la estabilización de la moneda y a la reorganización del Banco Central. En el otoño de ese mismo año recibió invitaciones de Ecuador, Turquía y de la Unión Sudafricana. Viajó a Sudáfrica y su asesoría permitió a ese país retornar al patrón oro en julio de 1925. En este lapso había asesorado a seis naciones, siendo elegido Presidente de la prestigiosa Asociación Americana de Economía.

Podría agregarse que durante su trayectoria había establecido numerosos contactos importantes en los círculos financieros de Nueva York. Se reunía varias veces al año con el Gobernador del Federal Reserve Bank de Nueva York, Benjamín Strong, y por recomendación de éste escribió el libro *ABC del Federal Reserve System* para dar a conocer ese sistema al público. El libro alcanzó doce ediciones¹⁷. Tenía varios conocidos entre los banqueros inversionistas de Nueva York, la mayoría de los cuales se interesaba por América Latina, en los años 20. Estos banqueros encontraban que su conocimiento de las finanzas de América Latina les resultaba de gran valor. La clasificación crediticia de un país generalmente mejoraba con las reformas Kemmerer. Le agradaba compartir sus conocimientos de las finanzas de estas naciones con los banqueros, y ellos, a su vez, divulgaban sus habilidades en los demás círculos financieros. Sus frecuentes reuniones con el coronel Robert Hayward de Dillon, Reed y Cía. extendieron el rumor

¹⁷ E.W. Kemmerer publicado en *Who Was Who in America*, Vol. II, 1943-1950, A.N. Marquis C, Chicago, 1950; D.L. Kemmerer y Bruce R. Dalgaard, "Inflation, Intrigue and Monetary Reform in Guatemala, 1919-1926, aceptado para su publicación en *The Historian* en 1982; E.W. Kemmerer Diary, Mar. 6 y 16, 1925.

—conocido por el Dr. Kemmerer el 1º de junio de 1925— de que él se encontraba contratado por esa empresa. El Dr. Kemmerer dejó constancia en su diario de que inmediatamente había replicado a su informante: “He realizado asesorías para muchos bancos y gobiernos, pero no tengo conexión alguna con D.R. & Cía., ni con ninguna firma bancaria que en modo alguno afecten o se aproximen a mi trabajo en Chile”¹⁸. A pesar de ello, el hecho de ser aceptado en los círculos bancarios de inversiones de Wall Street probablemente actuaba en su favor, cuando gobiernos de América Latina —la mayoría de los cuales deseaba atraer capitales norteamericanos— decidían a quién llamar para encabezar una misión asesora financiera para su país¹⁹.

Recepción en Chile de la Comisión Kemmerer

El barco en que viajaba la Comisión Kemmerer de Asesores Financieros llegó a Valparaíso el 2 de julio, con bastante retraso.

El Dr. Kemmerer había oído al Cónsul de Estados Unidos en Iquique, cinco días antes, que los sindicatos de Valparaíso estaban preparando una demostración de apoyo a la misión. Los miembros de la Comisión, sin embargo, no estaban preparados para la entusiasta bienvenida que recibieron aquel día.

Al día siguiente de su llegada, los miembros de la Comisión hicieron las visitas oficiales al presidente Alessandri, al Ministro de Hacienda y a diversos funcionarios. Fueron recibidos amistosamente por las autoridades; asimismo eran saludados en las calles y en todas partes. La gente les expresaba sus buenos deseos y general aprobación. Era evidente que se esperaba mucho de ellos. El Gobierno declaró feriado nacional el día cuatro de julio, como cortesía hacia los Estados Unidos²⁰.

Finalmente, el 6 de julio la Misión inició su trabajo y al término de una semana ya se encontraban listos para su discusión varios borradores preliminares.

El presidente Alessandri recomendó especialmente que se actuara con rapidez en lo relativo al circulante²¹. El Dr. Kemmerer se aisló cada mañana para trabajar en este tema y en un proyecto de banco central; pero también dispuso de tiempo para visitar e intercambiar ideas con colegas economistas, ex ministros de Hacienda, los señores Guillermo Subercaseaux y Julio Philippi, y el señor Villanueva, presidente del Banco de Chile. También sostuvo frecuentes conversaciones con el Ministro de Hacienda, señor Magallanes²².

Preocupado por el progreso de la Comisión, el presidente Alessandri citó, el sábado 18 de julio, al Dr. Kemmerer a audiencia presidencial para una larga conferencia. Los secretarios de habla castellana, señores West y Avilés,

¹⁸ E.W. Kemmerer Diary, junio 1º.

¹⁹ D. Kemmerer y B. Dalgaard, “Inflation and Intrigue”, *The Historian*.

²⁰ E.W. Kemmerer Diary, julio 3-6.

²¹ Idem, julio 8.

²² Idem, julio 3, 4, 7, 10, 11 y 14.

lo acompañaron. El Presidente reseñó sus relaciones con los bancos y su deseo de “tener nuestros proyectos de manera de publicarlos mediante decretos leyes antes del 15 de octubre”, fecha en que terminaban sus facultades especiales. También pidió conocer los proyectos de la Comisión antes de que se dieran a la publicidad, pero agregó que —continúa citando en su diario el Dr. Kemmerer— “si él y el Dr. Kemmerer no estuvieran de acuerdo en todos los puntos, mi opinión prevalecerá y él deberá apoyarla”. Kemmerer describió sus planes para la creación de un banco central y analizó sus aspectos principales²³.

Ley para la creación de un Banco Central

En la mayoría de los países existía un banco central, y en Chile resultaba evidentemente necesaria su creación. La ley de bancos chilena, de estructura indeterminada, que se dictó en 1860, durante años había permitido a los bancos comerciales una gran libertad, lo que ocasionaba muchas prácticas bancarias defectuosas, y el gobierno generalmente debía concurrir en ayuda de ellos cuando se encontraban en serias dificultades²⁴.

Proposiciones para fundar un banco central se formularon repetidamente desde 1912. Lo único que existía en Chile era una oficina de emisiones, establecida en 1907, dentro de la línea propuesta por el Ministro de Hacienda y economista, Guillermo Subercaseaux. La oficina estaba facultada para emitir papel moneda sobre una base de uno a uno contra 18 peniques oro, o contra créditos en Londres. Eso en aquella época representaba un valor irrealmente alto para el peso. En 1912 la ley fue liberalizada y la tasa bajó a 12 peniques oro. Al cabo de dos años la oficina había emitido unos 45 millones de pesos, y al finalizar 1918 esta cifra alcanzaba a 71 millones, en ese momento a 18 peniques oro debido al cambio favorable de Chile durante la guerra²⁵.

La abundancia de la provisión de dinero por estas causas y por las emisiones respaldadas por el salitre dio lugar a una cierta inflación. El Ministro de Hacienda, Claro Solar, presentó una proposición para fundar un banco central en 1918; el Ministro de Hacienda, Guillermo Subercaseaux, formuló otra en 1919. Una tercera proposición hecha por el Comité de Finanzas del Senado (en agosto de 1924) daba el control del banco central al presidente de la República. Esto pareció un desastre para algunos. El índice del costo de la vida había subido en un 12 por ciento en los últimos ocho meses, y las huelgas se estaban sucediendo con mayor frecuencia²⁶.

En septiembre de 1924, un Consejo de Gobierno respaldado por el Ejército y la Marina depuso al presidente Alessandri, disolvió el Congreso y suspendió la Constitución. El nuevo Ministro de Hacienda, Julio Philippi, presentó otro proyecto de banco central, el que debía ser promulgado mediante decreto ley, cuando se produjo un segundo pronunciamiento (enero de 1925) que entregó el Gobierno a un grupo de oficiales jóvenes, hombres del Ejército y de la Marina, encabezados por el coronel Ibáñez.

²³ Idem, julio 18.

²⁴ F.W. Fetter, *Monetary Inflation*, pp. 8, 25-26, 29, 91-92, 137, 166-69.

²⁵ Idem, 123-24, 128, 130, 145.

²⁶ Idem, pp. 158-64.

Estos establecieron reformas favorables a los obreros; pidieron la estabilización del peso y otros cambios financieros. Pero la interrogante principal en la mente de todos era saber quién decidiría sobre la estructura de esas reformas²⁷. En marzo de 1925, Alessandri retornó al poder.

El 24 de julio el Dr. Kemmerer había terminado la versión en inglés del proyecto de ley del banco central y lo presentó al Ministro de Hacienda, señor Magallanes, quien “se mostró conforme en sus puntos principales”. El Dr. Kemmerer y Jefferson continuaron en la obra y también trataron de armonizarla con la ley general de Bancos de Jefferson²⁸. Kemmerer también discutió algunos aspectos de la ley del Banco Central con el señor Subercaseaux. Durante la mayor parte de este tiempo, la situación política estuvo en efervescencia y el presidente Alessandri amenazó con renunciar en una oportunidad. Pero, conforme al diario de Kemmerer del 9 de agosto, “el Ministro de Hacienda y muchos otros funcionarios prominentes consideraron mi permanencia, por algunos meses más, casi un imperativo para el éxito de nuestro trabajo. Yo respondía que si el Gobierno lo deseaba y si la Universidad de Princeton lo consentía, estaba dispuesto, pero no tomaría ninguna iniciativa en el problema. Se consultaría al presidente Alessandri al día siguiente”. Parece que aceptó. Algunos miembros de la Comisión aceptaron quedarse y Princeton consintió a disgusto el 3 de septiembre²⁹. Probablemente hubo una acción política detrás de todo esto.

La Administración se mostraba ahora ansiosa por tener la ley del Banco Central y Kemmerer pasó muchas horas preparando el documento que acompañaría este instrumento legal, esto es, el informe que respaldaba las disposiciones de la ley (exposición de motivos). El 12 de agosto entregó copias del proyecto al Ministro de Hacienda, señor Magallanes, y al presidente Alessandri³⁰. La reacción fue rápida.

La ley se parecía en muchos aspectos a la Ley del Federal Reserve de Estados Unidos, tal como sucedió con las leyes de bancos centrales de varios países que asesoró el Dr. Kemmerer. Mayores detalles serán dados más adelante. Baste decir que tenía la firme convicción de que los bancos centrales *no* debieran estar dominados por el Gobierno o por la comunidad bancaria. Cualquiera de ellos que obtuviera el control, con el tiempo probablemente explotaría la institución en su propio beneficio en detrimento del pueblo. Se aprobó el método adoptado para la elección del Directorio de los doce bancos regionales del Sistema del Federal Reserve. Estos directorios se componían de nueve miembros: tres de ellos eran elegidos por los bancos miembros del Sistema y los representaban; otros tres miembros, también elegidos por ellos, eran hombres de negocios o hacendados y, por tanto, representaban a los clientes del banco, y, finalmente, los tres miembros restantes que representaban al gobierno federal y al público en general, eran elegidos por el Directorio del Federal Reserve en Washington³¹. En esta

²⁷ F.W. Fetter, *Monetary Inflation*, 164-165; Paul Drake, *Money Doctor*, p. 19.

²⁸ E.W. Kemmerer Diary, julio 24, 27, 28.

²⁹ D.L. Kemmerer, Typed diary, pp. 68-69, 87.

³⁰ E.W. Kemmerer Diary, agosto 9, 24, 29 y septiembre 3.

³¹ E.W. Kemmerer y D.L. Kemmerer, *ABC of the Federal Reserve System*, 12ª edición Harpers, New York, 1950, pp. 28-29; Comisión Kemmerer, *The Central Bank of Chile*, “Informe en Apoyo de la Ley”, p. 53.

forma ninguno de ellos podía imponerse en cualquier asunto que se discutiera ante el Directorio sin contar con el apoyo de los demás. Este equilibrio de poder estaba destinado a proteger los intereses de todos.

El Dr. Kemmerer lo reconoció así y los dirigentes chilenos también, en el entendido de que la ley del Banco Central, aun la más diestramente elaborada, podría prestarse para abusos si el directorio y el gerente fueran instrumentos del gobierno o de la comunidad bancaria. El control es lo más importante. Las clases trabajadoras, víctimas de la inflación creciente y partidarias del coronel Ibáñez, estaban especialmente conscientes de esta situación. Dos proyectos anteriores de banco central (uno preparado por Subercaseaux en 1919 y el otro por el Comité del Senado en 1924) habían propuesto entregar al público cierta proporción de representatividad, pero ninguno había llegado al extremo de la proposición presentada por la Comisión Kemmerer³².

La ley Kemmerer contemplaba un Directorio de diez miembros. El Presidente de la República nombraba tres; los bancos chilenos miembros designaban dos; los bancos extranjeros elegían uno, y los accionistas generales otro. Esos suman siete. La Sociedad Nacional de Agricultura y la Sociedad de Fomento Fabril, en conjunto, elegían uno; la Asociación de Productores de Nitrato y la Cámara Central de Comercio, también actuando conjuntamente, elegían uno, y otro las organizaciones obreras. Lo que causó mayor trabajo fue la manera de elegir al representante obrero. El Directorio designaba al Gerente del Banco y al Subgerente³³.

Al día siguiente en que el Dr. Kemmerer entregó su proyecto de Banco Central, indirectamente se recibieron comentarios de que el Presidente deseaba modificar cinco o seis disposiciones. El suscrito estaba presente y dejó constancia en su diario de que Alessandri "desea la facultad de designar al Gerente del Banco Central, porque ya ha prometido el cargo al jefe del Banco Español", el segundo banco en importancia del país³⁴. Se había informado que ese banco se encontraba en dificultades financieras y quebró cuatro meses más tarde por fraude, mala administración y especulaciones cambiarias³⁵. A Villanueva, Presidente del Banco de Chile, y sus partidarios les disgustaba la ley, y se decía que estaban presionando al presidente Alessandri para que la cambiara³⁶. Según parece, Carlos Ibáñez todavía no había visto la ley y surgió la duda de si debía ser alertado, pero la Comisión llegó a la conclusión de que si él deseaba ver al Dr. Kemmerer seguramente lo citaría. Con todo, el representante de la oficina del Ejército parece que informó de la situación a Ibáñez³⁷. Dos días después el Dr. Kemmerer escribe en su diario: "*He recibido afirmaciones de que el partido de los militares es favorable a nuestros proyectos*"³⁸; y el día 20, escribió: "Magallanes, en representación del Presidente, recomendó ciertas modificaciones al proyecto del Banco Central, aumentando el número de directores

³² F.W. Fetter, *Monetary Inflation*, pp. 159-65, 174-75.

³³ E.W. Kemmerer Diary, agosto 20, 26, septiembre 3.

³⁴ D.L. Kemmerer Diary, agosto 13, p. 224.

³⁵ E.W. Kemmerer Diary, julio 21; Fetter, *Monetary Inflation* pp. 179-80.

³⁶ D.L. Kemmerer Diary, agosto 13, p. 225.

³⁷ Idem, agosto 12, 13 pp. 222, 227.

³⁸ E.W. Kemmerer Diary, agosto 25.

del Gobierno y, por tanto, el control del Presidente, pero todas ellas son erradas a mi juicio y me niego a aceptarlas”³⁹.

El viernes 21 de agosto, en su diario, el Dr. Kemmerer recuerda que el Ministro de Hacienda, señor Magallanes, telefoneó diciéndole que vendría a la oficina de la Comisión para acordar cambios en la Ley del Banco Central. Toda la Comisión se reunió para recibirlo. “Aprobamos algunos cambios verbales, pero nos negamos a aceptar sugerencias de cambios que dieran al Presidente facultad para nombrar Gerente de una lista de candidatos. La situación está muy tensa entre el Presidente, el Gabinete y el Ejército. Sin embargo, parece que todos nos apoyan”⁴⁰. Y al día siguiente escribía: “El Gobierno aceptó nuestra ley de Banco Central, finiquitándose en esta forma el trabajo más importante que tuvo la Comisión al venir a Chile”⁴¹.

Es pertinente proporcionar una descripción del Banco Central de Chile tal como se creó en 1925.

El capital del Banco, inicialmente de 150 millones de pesos, tendría que provenir de tres fuentes: en primer lugar, el Estado aportaría 20 millones de pesos; en segundo término, los bancos comerciales, nacionales y extranjeros, que operaban en Chile, debían aportar 10 por ciento de su capital y excedentes, o sea, alrededor de 60 millones de pesos; y el tercero, el público en general, podría comprar el saldo de las acciones del Banco hasta el límite de 150 millones. Este plan era similar al usado en la organización del Sistema del Federal Reserve. Todas las proposiciones anteriores dejaban al Gobierno como único propietario⁴².

El Banco debía tener la facultad exclusiva de emisión de billetes, los billetes por emitirse en cambio de oro chileno a la par o por depósitos en oro a favor del Banco en New York o Londres. Los billetes eran rescatables en moneda de oro o en barras de oro o letras sobre New York o Londres. Esto era un patrón oro de cambios modificado.

El Banco podía negociar con el Gobierno, bancos asociados y el público. Podía descontar valores seleccionados por plazos de vencimiento de hasta 90 días o valores agrícolas de hasta 180 días. Préstamos al Gobierno o valores en prenda de éste tenían un límite del 20 por ciento del capital pagado del Banco y su excedente; pero si ocho directores lo aceptaban, esos préstamos podían alcanzar hasta 30 por ciento. Préstamos sobre acciones y bonos de una entidad privada estaban prohibidos y descuentos garantizados con bonos hipotecarios eran limitados.

El Banco debía hacerse cargo del rescate y retiro de circulación de todas las cuentas fiscales y vales vigentes. El Gobierno, por su parte, debía entregar al Banco suficiente oro y depósitos en oro para rescatar todo este papel moneda en pesos de la nueva ley monetaria.

Había una reserva mínima de 50 por ciento contra depósitos y billetes. Si la reserva disminuía por debajo de 50 por ciento, el Banco debía

³⁹ Idem, agosto 20.

⁴⁰ Idem, agosto 21.

⁴¹ Idem, agosto 22.

⁴² F.W. Fetter, *Monetary Inflation*, pp. 174-78.

pagar un impuesto al Gobierno, el que aumentaba a medida que las reservas disminuían. El Banco debía también elevar su tasa de descuento en ese caso.

Había un dividendo acumulativo de 8 por ciento para los accionistas. Del saldo, hasta 12 por ciento, las utilidades se dividían en partes iguales entre los accionistas y el Gobierno; más allá de esto al Gobierno le correspondía 75 por ciento.

El Banco estaba sujeto a la vigilancia de la Superintendencia de Bancos y debía publicar periódicamente su estado financiero.

En general el público había logrado una mayor participación en la banca de la que había tenido anteriormente, y los bancos debían ajustarse a reglas más estrictas que en el pasado. No es de extrañarse, entonces, que los banqueros chilenos se sintieran inquietos ante la nueva legislación y hasta francamente hostiles a ella.

El Banco Central inició sus operaciones el lunes 11 de enero de 1926⁴³.

Creación de la Ley Monetaria

El Dr. Kemmerer había comenzado a trabajar en la Ley Monetaria casi al mismo tiempo que en la Ley del Banco Central.

Kemmerer estaba convencido de que un banco central que no operara bajo un patrón oro podría convertirse fácilmente en un motor inflacionario. Sus investigaciones relacionadas con su tesis doctoral lo convencieron de que aumentos indebidos en el abastecimiento de moneda corriente y de crédito bancario eran la causa principal de mayor incidencia en la inflación de precios. Sus experiencias en México, Guatemala, Colombia y especialmente en Alemania, lo habían afirmado más en su convicción. Destacaba en sus clases de finanzas internacionales en Princeton que la mayoría de las experiencias inflacionarias de la Primera Guerra Mundial tuvieron lugar a través de bancos centrales y no, como ocurría en otras épocas, por funcionarios de Tesorerías que se convertían ellos mismos en máquinas impresoras. Colocar a Chile sobre una base de patrón oro tan pronto tuvo un banco central fue, por lo tanto, de vital importancia.

En reunión ordinaria de la Comisión, el 17 de julio, anunció que tenía la intención de recomendar el patrón oro como asimismo un banco central cuanto antes. No había decidido aún cuál sería la nueva paridad cambiaria⁴⁴. Durante varios años el valor de cambio del peso había estado alrededor de seis peniques (ingleses). Se analizaron tres posibilidades.

La primera fue tener un Chileno, la nueva unidad, con un valor igual a ocho pesos. Eso significaría un Chileno por valor de 48 peniques, el antiguo valor del peso y más o menos igual a un dólar norteamericano. Varios miembros manifestaron su preferencia por el sistema decimal.

⁴³ Idem, p. 181

⁴⁴ D.L. Kemmerer Diary, p. 49.

La segunda fue crear un Chileno de diez pesos, que en esa forma equivaldría a un cuarto de libra esterlina, o sea, alrededor de US\$ 1,25. Pero se le objetó que no había otra nación de importancia que tuviera una unidad de ese valor.

La tercera consistía en asimilar la nueva unidad al sistema métrico, el cual había sido adoptado por Chile en 1840. Un Chileno de 150 centigramos de oro sería equivalente a dos pesos mexicanos, un poco más de 48 peniques y casi igual a un dólar.

El peso seguiría igual a seis peniques. Pero esto también lo alejaba del sistema decimal⁴⁵.

Una semana después —el 24 de julio— los miembros de la Comisión se reunieron para considerar la conveniencia de anunciar públicamente el nuevo cambio a la par de seis peniques por peso. Se acordó que al estabilizar sería conveniente “estabilizar lo más ajustado posible al statu quo (sic)”⁴⁶. Se pensó que el anuncio traería la calma al convulsionado mercado de cambios internacionales. Joseph Byrne planteó que eran los especuladores los más interesados en el tipo de cambio y la Comisión no tenía interés alguno en su bienestar. El Dr. Kemmerer replicó que “un mercado incierto y vacilante era una pésima condición... porque afecta a todos”. Henry West señaló que ellos eran fundamentalmente consejeros y que esta era una decisión que le correspondía al Gobierno. Sin embargo, si el presidente Alessandri divulgaba la noticia, existía el temor de que se tomara simplemente como un rumor más y “agitaría el agua aún más”. Finalmente, se comisionó al Ministro de Hacienda para que él difundiera esa información, sea como un informe directo y auténtico de la decisión de la Comisión o bien de lo que él creía que era el pensamiento de la Comisión⁴⁷.

Hubo escaso progreso durante las tres semanas siguientes; mientras tanto, la ley del Banco Central y otros asuntos preocupaban a todos. Pero tan pronto la ley del Banco Central estuvo en manos del Gobierno —el 12 de agosto—, el Dr. Kemmerer concentró toda su atención en terminar la Ley Monetaria, especialmente lo referente a la acuñación de moneda y las razones que motivaban las distintas disposiciones. Se entregó el trabajo a los traductores dos días después y fue remitido al Gobierno el 19 de agosto⁴⁸.

La ley dejaría a Chile dentro del patrón oro, pero no lo expresaba en tan pocas palabras^{48a}. La nueva ley complementaba aquella que creaba el Banco Central y reemplazaba la Ley Monetaria de 1895, que había establecido el anterior patrón oro en Chile, a pesar de que muchas de las disposiciones de 1895 fueron incorporadas en la ley de 1925⁴⁹. La unidad monetaria de Chile continuaría siendo el peso, y sería exactamente igual a un

⁴⁵ D.L. Kemmerer Diary, p. 50.

⁴⁶ Idem, p. 69.

⁴⁷ Idem, p. 70.

⁴⁸ E.W. Kemmerer Diary, agosto 12, 14, 19.

^{48a} El Informe de Apoyo de la ley del Banco Central que lo acompañaba, p. 69.

⁴⁹ F.W. Fetter, *Monetary Inflation*, pp. 173, 181; Misión de Consejeros Financieros, *Proyecto de Ley Monetaria* (Decreto Ley N° 606) junto a la Exposición de Motivos de la Misión, pp. 15-f. Las monedas de oro de 1895 debían tener exactamente tres veces el valor en pesos de las monedas de 1926. Art. 7.

1/40 avo de la libra esterlina inglesa. Debido a la costumbre, gran número de chilenos todavía pensaba indistintamente en términos de peniques o pesos. Habría circulación relativamente pequeña de monedas de oro, pese a que Chile tenía abundancia de este metal. La moneda menor en oro sería una pieza de 20 pesos, conocida como dos Chilenos. Habría también piezas en oro de cinco y diez Chilenos. Todas las monedas debían ser de 0,900 de fino. Esto significaba que las monedas de oro —británicas y australianas— con mayor proporción de fino, dejarían de tener circulación legal en Chile. Habría también cuatro monedas subsidiarias de plata, de 0,720 de fino: piezas de cinco, de dos, de uno y de medio pesos. Todas las monedas inferiores serían de cobre y níquel⁵⁰.

El Gobierno mantuvo la ley en su poder casi un mes y luego la aprobó —el 16 de septiembre— “con algunos cambios más bien sin consecuencias —sólo lo suficiente para desordenarla”— expresó en su diario Kemmerer⁵¹. Fue aprobada como D.L. el 14 de octubre y puesta en vigencia el 11 de enero de 1926.

Como la Comisión estaba considerada imparcial, muy bien informada y honrada, el Gobierno acudía a ella para solicitar consejos en una variedad de asuntos económicos y hasta políticos. Se requería a los miembros para que formularan sugerencias respecto a la forma de manejar el presupuesto nacional; sobre los artículos financieros de la Constitución que se encontraban en trámite de redacción; sobre un problema de cambios internacionales que estaba inquietando al Gobierno y en relación con algunos problemas locales⁵². Los miembros colaboraron respecto a los dos primeros asuntos, no así con los restantes.

Creación de la Ley General de Bancos

Después de la Ley del Banco Central y de la Ley Monetaria, el mayor interés del Dr. Kemmerer se concentró en la Ley General de Bancos que estaba preparando Howard Jefferson. Jefferson iniciaba su informe complementario diciendo: “En cuanto concierne a los bancos comerciales, puede decirse con propiedad que Chile no tiene una ley de bancos”⁵³. La ley Bancaria de 1860 era exageradamente vaga. Una ley posterior (1912), que contemplaba las funciones de un Inspector de Bancos, lo convertían en totalmente inoperante a causa de las restricciones impuestas. A consecuencia de ello, el sistema bancario extendió su crédito alrededor de ocho veces, y los bancos frecuentemente cargaban sus carteras con hipotecas y otros préstamos a largo plazo que se convertían en problemas para su liquidación cuando se presentaban tiempos difíciles⁵⁴. Repetidamente los bancos habían sido un factor importante en las crisis económicas surgidas en el país, pero el

⁵⁰ Proyecto de Ley Monetaria, pp. 7-12, 17-25. Originalmente el Dr. Kemmerer sugirió que las monedas de oro se llamaran cóndores, en recuerdo del águila americana, o \$ 10 moneda de oro, pero más tarde se abandonó esta idea, porque así se denominaba antiguamente la moneda de 20 pesos. El Dr. Kemmerer había complacido al Gobierno de Guatemala en 1924 al sugerir que ellos llamaran su unidad oro quetzal, conforme al ave nacional de ese país. Se mencionan los cóndores en la ley, p. 7.

⁵¹ E.W. Kemmerer Diary, septiembre 16, Fetter, *Inflation*, p. 181.

⁵² E.W. Kemmerer Diary, julio passim.

⁵³ Comisión de Asesores Financieros, *General Banking Bill* (Decreto Ley N° 559), p. 49.

⁵⁴ F.W. Fetter, *Monetary Inflation*, p. 178.

Gobierno generalmente acudía en su ayuda⁵⁵. Como resultado, algunas deudas no se liquidaban y en cambio pasaban a incorporarse a la deuda del Gobierno, el que a su vez proporcionaba el respaldo para un mayor abastecimiento de dinero y crédito bancario con las siguientes alzas de nivel de precios.

La Ley General de Bancos, redactada por Jefferson, era similar a la que confeccionó para Colombia, en razón de que las necesidades y la cultura de ambos países eran más o menos parecidas. Ambas leyes estaban inspiradas en su mayor parte en la Ley de la Banca Nacional de Estados Unidos⁵⁶. Sólo se mencionarán algunos aspectos importantes. La ley establecía, en primer lugar, la designación de un experto como Superintendente de Bancos; además, concedía al Banco Central amplios poderes para otorgar permisos legales (charters), efectuar investigaciones bancarias, imponer penalidades por infracción a los reglamentos, contratar y despedir a sus propios empleados y el cierre de bancos. A los bancos de las ciudades más grandes se les exigía que tuvieran capitales mayores y un mayor excedente. Los bancos tenían que mantener 20% de reservas para los depósitos a la vista y 8% respecto a depósitos de ahorro. Se fijaron límites más estrictos que los anteriores sobre hipotecas y préstamos a largo plazo y un límite de 25% del capital del banco, y se fijó su excedente para los préstamos al Gobierno. Se estimuló a los bancos para que otorgaran préstamos contra valores comerciales e instrumentos negociables. Para alentar esos instrumentos negociables, la ley tenía que ser revisada. Los bancos podían, naturalmente, solicitar préstamos al Banco Central en períodos de escasez. La Ley General de Bancos fue presentada el 23 de septiembre, dictándose el decreto ley tres días después⁵⁷.

El 30 de septiembre el Dr. Kemmerer anotó en su diario: "El presidente Alessandri renunció a raíz de una desavenencia con el coronel Carlos Ibáñez, Ministro de Guerra, y el vicepresidente Barros Borgoño asumió la Presidencia". El Dr. Kemmerer acudió al día siguiente a visitar al nuevo Presidente y también al nuevo Ministro de Hacienda, Eduardo Matte, quienes le causaron buena impresión⁵⁸.

Antes de partir de Chile, el Dr. Kemmerer y señora fueron a despedirse formalmente no sólo del nuevo Presidente, sino también del ex presidente Alessandri, quien *"se demostró muy agradecido por nuestra labor y expresó que las leyes monetarias y bancarias fueron los logros más destacados de su carrera"*, comenta Kemmerer⁵⁹.

Dos miembros de la Comisión permanecieron algunos meses más: Joseph Byrne, para asesorar en los nuevos procedimientos de contabilidad, y Howard Jefferson, para ayudar en la instalación del Banco Central. Más tarde, a petición del Banco Central, el Dr. Kemmerer recomendó a Mr. Walter M. van Deusen para servir de consejero inmediato al Banco, cargo que desempeñó por seis años aproximadamente.

⁵⁵ Idem, p. 166, 179.

⁵⁶ *Ley General Bancaria*, p. 50.

⁵⁷ *Ley General Bancaria*, p. 7-10; F.W. Fetter, *Monetary Inflation*, p. 178.

⁵⁸ *Ley General de Bancos*, página primera.

⁵⁹ E.W. Kemmerer Diary, octubre 6.

Como se ha expresado, los bancos más grandes de Chile no se encontraban conformes con la nueva ley del Banco Central, ni con la Ley General de Bancos. Tenían temor de la rivalidad potencial del Banco Central y de la estrictez reglamentaria de ambas leyes. Restablecido nuevamente el Gobierno constitucional, el Poder Legislativo tenía algo más que decir. Algunos bancos intentaron demorar la inauguración del Banco Central. Sin embargo, el dramático fracaso del Banco Español —el segundo en categoría en Chile— y las razones más bien escandalosas de ese fracaso contribuyeron a que la opinión pública y otras presiones aceleraran la apertura del Banco Central y se iniciara el patrón oro. Esto sucedió el 11 de enero de 1926. El incidente del Banco Español había reavivado el sentimiento de que las reformas de la Comisión Kemmerer se hacían indispensables⁶⁰.

El Gobierno de Chile fue lento en otro sentido durante el primer año. Enfrentado con un revés económico más bien leve, el Gobierno deliberadamente sobreestimó su ingreso y subestimó sus gastos, produciéndose como resultado un déficit considerable. Había empréstitos masivos con el exterior. Carlos Ibáñez, ahora Presidente, efectuó algunos cambios administrativos; las ventas de salitre subieron y las nuevas leyes tributarias empezaron a rendir más ingresos. Durante los tres años siguientes el Presupuesto se vio equilibrado⁶¹.

Exageradamente optimista, el presidente Ibáñez y algunos colaboradores creyeron que las reformas introducidas por la Comisión Kemmerer les proporcionarían muchas ventajas. Consecuentemente, presentó un presupuesto extraordinario para obras públicas, financiado con préstamos extranjeros⁶². Este tipo de operación, más que cualquiera de los actos que realizó o tácitamente aprobó, fue posiblemente su mayor error. Sin embargo, se observaban algunos signos de prosperidad. El comercio exterior se incrementó en 25 por ciento entre 1925 y 1929⁶³. Es cierto que gran parte del mundo estaba experimentando la misma situación.

Antes de abandonar el país, el Dr. Kemmerer había señalado que países como Chile debían pedir créditos en el extranjero —donde los intereses fueran más bajos— para obtener el capital necesario para el desarrollo de sus grandes riquezas naturales, aumentando así el ingreso nacional y el estándar de vida de su pueblo. Insistía, sin embargo, que estos países debían planificar y acumular deudas “gradualmente”⁶⁴.

Una de las razones que tenían las naciones latinoamericanas al solicitar misiones dirigidas por Kemmerer y recibir sus recomendaciones era aumentar su calificación crediticia ante los banqueros de Nueva York y otros organismos de inversión. Algunos banqueros visitaban frecuentemente al Dr. Kemmerer solicitando su opinión respecto a las condiciones financieras de los diversos países que había asesorado. Ofrecía sus opiniones libremente —como lo expone en su diario— a pesar de que en conciencia apoyaba en lo

⁶⁰ F.W. Fetter, *Monetary Inflation*, pp. 178-80.

⁶¹ P. Drake, *Money Doctor*, pp. 41, 42, 46.

⁶² *Idem*, pp. 42.

⁶³ *Id.*, p. 2 “Durante 1925-29... las importaciones correspondían a un promedio de 50% de las mercaderías que había en Chile” p. 59.

⁶⁴ *Id.*, pp. 48-49, *Segundo Informe sobre la Política de Deuda Pública de Chile*, 1925.

posible la situación de sus recientes clientes⁶⁵. Al proceder así no había concomitancia entre él y esos gobiernos, y ambos lo sabían.

Al regresar a su patria —en el otoño de 1925— conversó acerca de la situación de Chile con diversos inversionistas de Nueva York. Estimuló a Dillon, Reed y Cía.; y en diciembre ofreció presentar al Embajador de Chile en Washington a amigos influyentes de varias empresas⁶⁶. El mejoramiento general de la estructura financiera de Chile —entre 1925 y 1929— hacía a este país muy atrayente para los prestamistas extranjeros. En 1930 Chile era el mayor importador de capitales norteamericanos de todos los países de América del Sur⁶⁷; tenía 3 mil 600 millones de pesos en deudas garantizadas, externas y directas. Esto equivalía en Estados Unidos a 10 mil millones de dólares, con la debida proporción de diferencia de población, pero no de las discrepancias del ingreso nacional. Era más o menos tres veces de lo que Chile tenía cinco años atrás, lo que no puede llamarse un incremento gradual. Además, como lo ha señalado el Dr. Paul Drake:

“La mayoría de estos créditos externos... se invertían en obras públicas, programas de bienestar social y déficit presupuestarios”. También, a medida que pasaba el tiempo, “más préstamos extranjeros debían efectuarse para poder mantener los pagos sobre las deudas antiguas”⁶⁸.

Aun cuando existía justificación para algunos de los gastos en caminos o en ferrocarriles, la mayor parte de los créditos no había sido invertida en minas, industrias y otras operaciones que produjeran utilidades, de acuerdo con el consejo dado por el Dr. Kemmerer. El Ministro de Hacienda de Chile alegaba que la deuda pública chilena representaba apenas 2,3 veces los gastos fiscales y, en cambio, la proporción en Estados Unidos era 4,9 veces⁶⁹. Estados Unidos, sin embargo, tenía una base tributable mucho más sólida y una extensa y mayor diversificación de sus industrias.

Los préstamos totales recibidos por Chile continuaron en ascenso a medida que la exportación de materias primas disminuía y los intereses por préstamos seguían aumentando. Igualmente el contrabando y operaciones algo más legales —por ejemplo importaciones invisibles como son los pagos de embarques— eran considerables⁷⁰. La filtración de las reservas de oro del Banco Central comenzó lentamente en 1929, se intensificó en 1930 y a mediados de 1931 Chile se encontraba en mora en los pagos de su deuda externa. El peso bajó a cinco peniques⁷¹. El presidente Ibáñez renunció y le sucedieron gobiernos de corta duración, algunos de los cuales fueron de ideas más bien radicales.

En abril de 1932, Chile suspendió su convertibilidad en oro. El Banco Central aumentó el suministro de dinero de 340 millones de pesos en 1931 a 825 millones a fines de 1933, y el peso bajó a tres peniques⁷². Ese fue el

⁶⁵ Por ejemplo, sus esfuerzos en bien de Ecuador en 1927, Diario de E.W. Kemmerer, diciembre 2, 1927.

⁶⁶ E.W. Kemmerer al Embajador Mathieu, diciembre 8, 1925, Documentos Kemmerer, Mudd Library.

⁶⁷ P. Drake, *Money Doctor*, p. 5.

⁶⁸ Idem, pp. 51, 54.

⁶⁹ Idem, p. 51.

⁷⁰ Idem, pp. 56, 83.

⁷¹ Idem, pp. 10, 62, 63, 66, 68.

⁷² Idem, p. 74.

peor momento en tanto regresaba al poder poco tiempo después el presidente Alessandri, pero la disciplina del patrón oro había desaparecido. Cuando Francia abandonó su patrón oro en 1936, éste ya no existía en ningún país, excepto en forma muy limitada en los Estados Unidos. La caída del poder adquisitivo del peso sería aún más rápida en las décadas siguientes.

¿Cuál había sido el error de Chile? El presidente Ibáñez había sido un leal y entusiasta partidario de las reformas de la Comisión Kemmerer. Una visión retrospectiva es, en general, mejor que la perspectiva. La prosperidad extraordinaria del período 1927-1929 había sido traidoramente ilusoria, como lo había sido en realidad en la mayor parte del mundo. Casi la mayoría de las naciones latinoamericanas dependía extremadamente del ingreso de las ventas de una o dos materias primas —cobre y nitratos en el caso chileno—. Las experiencias pasadas habían demostrado repetidamente que Chile sufría serios problemas cuando se producía una baja en los ingresos del salitre —en 1914 y en 1919—, para citar sólo dos ejemplos⁷³. Chile y sus vecinos dependían, por lo tanto, de industrias que operaban conforme a “fiestas o hambruna”. Las personas que viven en tales economías debieran prepararse en los tiempos buenos para enfrentar los períodos difíciles que pudieran sobrevenir.

La Comisión Kemmerer había aconsejado al Gobierno endeudarse “gradualmente”. Como se ha visto, los préstamos recibidos por Chile se triplicaron en el lapso de cinco años.

La Comisión Kemmerer había recomendado austeridad al Gobierno, pero la burocracia se mantuvo “inflada” y el presupuesto anual experimentó un agudo aumento entre los años 1925 y 1929⁷⁴.

La Comisión había insistido en que los préstamos fueran invertidos en incrementar los recursos creadores de ingresos. En cambio, gran parte de este dinero fue destinado a programas de beneficio social y a cubrir déficit fiscales. La Comisión misma, considerando el pasado, debió haber empujado a Chile a crear una mayor diversificación industrial, a pesar de que probablemente no se habría alcanzado en gran escala.

La Comisión había recomendado aumentar el peso tributario del sector acomodado, de modo que el Gobierno dependiera menos de los ingresos del cobre o del nitrato, como también evitar que dicho peso perjudicara a los grupos más desposeídos⁷⁵. Esa sugerencia de la Comisión había sido bien recibida por la opinión pública. De nuevo mirando el pasado, un peso tributario mayor sobre la gente adinerada habría sido una ayuda, siempre que políticamente hubiera sido posible.

Después de grandes esfuerzos, en 1931 y comienzos de 1932 para mantener el patrón oro mediante el rescate de su papel moneda en oro —tal como el Dr. Kemmerer había insistido vigorosamente, y había acentuado en su breve visita en julio de 1927—, Chile finalmente abandonó el patrón oro

⁷³ F. W. Fetter, *Monetary Inflation*, pp. 138-39, 147-49; Supra. pp. 2-3.

⁷⁴ P. Drake, *Money Doctor*, pp. 40, 42, 52, 53.

⁷⁵ La Comisión recomendó que los ingresos por impuestos aplicados al nitrato fueran tratados separadamente en el Presupuesto, porque variaban tanto. Esta fue una de las pocas recomendaciones que Chile prefirió ignorar. Drake, *Money Doctor*, p. 41.

en abril de 1932⁷⁶. Se dice que Van Deusen había lamentado que Chile no lo hubiera hecho meses antes⁷⁷. Con la disminución de las reservas de oro en esa época, es un milagro que se hubiera podido mantener por tanto tiempo después de la fecha de cese de pagos ocurrida a mediados de 1931.

Posiblemente si Chile no hubiera estado tan fuertemente endeudado, podría haber resistido un año más, ya que Estados Unidos no abandonó el patrón oro hasta marzo de 1933 y las perspectivas del patrón oro eran todavía excelentes. Pero, en visión retrospectiva más amplia, dada la situación financiera mundial a comienzos de 1930, Chile, al ser un país pequeño medido dentro de la escala mundial, tarde o temprano no tenía otra alternativa que abandonar el patrón oro.

El mayor error de Chile no fue la adopción de las reformas propuestas por la Comisión Kemmerer⁷⁸, incluido el patrón oro —los patrones de papel moneda han demostrado ser muy perjudiciales—, sino más bien el haber derrochado demasiado durante la prosperidad de los años 20 y haber acumulado deudas mayores de las que podía resistir, y también deudas que le producían, en cambio, un muy pequeño margen de capital que produjera ingresos.

¿A quién podría responsabilizarse de todo esto? Parece que podría ser en parte al Gobierno de la época; también a los banqueros de Nueva York, demasiado ansiosos por prestar a un cliente cuyas finanzas debieron haber comprendido mejor, y tal vez, en cierta medida, a la Comisión Kemmerer por no haber insistido más ante el Gobierno de Chile en la necesidad indispensable de prepararse en los tiempos buenos para los períodos de escasez, que seguramente tendría que enfrentar una economía reconocida por sus tendencias de “fiesta y hambruna”. Sin embargo, no fue exactamente para dar consejos sobre esta materia que el país los había traído.

Epílogo

El título de mi exposición indica que ésta abarcaría las experiencias monetarias de Chile hasta 1950, aproximadamente. Cubriré el resto de los 17 años en párrafos muy breves.

Arturo Alessandri fue elegido nuevamente presidente para el período 1932-1938 y otra vez mostró tendencias “papeleras” (papel moneda). Chile desvalorizó su peso en 400 por ciento, una especie de récord mundial para esa época; su provisión de dinero se duplicó, entre 1931 y 1941, y los niveles de precios también se duplicaron en los años 30. Políticamente Chile tendió hacia la izquierda. En 1940 la inflación alcanzó un promedio de 18 por

⁷⁶ P. Drake, *Money Doctor*, pp. 73-74; E.W. Kemmerer, *Funcionamiento de Nuestra Legislación Bancaria y Monetaria*, Balcells & Co., Santiago, 1927.

⁷⁷ P. Drake, *Money Doctor*, p. 73.

⁷⁸ Albert O. Hirschman parece pensar que el “sistema” Kemmerer fue en gran parte una equivocación. Este escritor, naturalmente, no participa ni de sus conjeturas económicas en que se basa, ni de sus conclusiones. Cap. 3, “Inflation in Chile” en *Journeys Toward Progress: Studies of Economic Policy-Making in Latin America* 20th Century Fund, New York, 1963.

ciento, lo que significaba alrededor de 250 por ciento de aumentos del nivel de precios.

Posteriormente, la inflación que siguió durante 23 años se fue agudizando progresivamente hasta alcanzar el 1.000 por ciento en 1973, último año del presidente Allende. Esta es la irremediable carrera de un patrón papel moneda durante un período de más de cuarenta años. Este récord también fue pobre en otros países, incluso Estados Unidos, pero Chile fue uno de los ejemplos más negativos. Muchos economistas y políticos se niegan a abandonar la creencia de que pueden hacer que el papel moneda pueda funcionar.

**EL BANCO CENTRAL DE CHILE
EN EL PERIODO 1950-1970**

Dr. Jorge Marshall

Departamento de Economía, U. de Chile

Introducción

El tema que me corresponde analizar en esta reunión se refiere al Banco Central de Chile durante el período 1950-1970. Para ello se considerarán, entre otros aspectos, su organización, las transformaciones que ha experimentado, las actuaciones cumplidas y las políticas desarrolladas durante cuatro gobiernos que, indudablemente, enfocaban de manera diferente los problemas económicos nacionales y la forma de abordarlos. La influencia gubernamental se reflejaba en las acciones del Banco, ubicado por su importancia en el centro de las decisiones de política económica, y más aun cuando los temas principales del debate público eran la inflación, sus consecuencias y las crisis recurrentes de la balanza de pagos.

Se intentará relacionar las cuestiones específicas del Banco con los problemas, tendencias y políticas económicas generales. No se detallarán las diferentes regulaciones o arreglos institucionales, para no hacer tediosa esta exposición, sino que se señalarán, a grandes rasgos, puntos de vista que en muchos casos son personales. Como es posible que algunos juicios que se expresen no sean del agrado de quienes han sido actores de los hechos mencionados, se les pide disculparnos, porque no hay nada personal con respecto de nadie, y los errores cometidos —si es que lo fueron— no son patrimonio exclusivo de persona alguna.

Veinticinco años después de su fundación el Banco Central era, aparentemente, el mismo que había fundado Kemmerer. Sin embargo, a consecuencia de la gran depresión de los años treinta, había abandonado el patrón oro que era su base y se había establecido el control de cambios. Ello ocurrió durante los años 1931 y 1932 (leyes N^{os} 4.973 y 5.107), con medidas —según se pensaba— de carácter transitorio, y que se convirtieron en definitivas con la reforma del año 1953. Entretanto el país había adherido al sistema consagrado por el Fondo Monetario Internacional, que era un régimen de patrón oro más flexible, pero en el hecho, Chile, acogido a las disposiciones transitorias del Convenio de Bretton Woods, nunca entró realmente en dicho sistema que fue abandonado en 1973.

En el orden institucional había ocurrido otro cambio en el año 1946, al establecerse el sistema de consejerías parlamentarias en todas las instituciones semifiscales y autónomas del sector público, con el nombramiento de dos representantes del Senado y dos de la Cámara de Diputados. Esto elevó de 10 a 14 el número de directores del Banco y con ello el poder en el Directorio, hasta entonces con predominio del sector privado y particularmente bancario, pasó a ser en parte contrarrestado por representantes del sector público, aunque no necesariamente del Gobierno, pero sí de políticos influyentes que actuaban en el Directorio como representantes del Congreso. Esta situación se prolongó hasta 1960.

La fundación del Banco Central por la misión Kemmerer y las demás leyes que la acompañaron fueron un intento exitoso —después de varios ensayos fallidos—, aunque no de larga duración, para dar estabilidad a la moneda chilena que había estado afectada durante medio siglo por un acentuado proceso inflacionario (alzas de precios internos) y una continua pérdida de su valor en relación con las monedas extranjeras. Hasta 1940 las tasas anuales de inflación eran muy elevadas para los estándares del mundo desarrollado de la segunda mitad del siglo pasado y de las primera décadas del presente, pero hoy se las considera bastante moderadas. Promedios anuales de alzas de precios de 5, 6 y 8 por ciento en cada década fueron característicos en esa época, sin que se observara una tendencia clara de aceleración, a pesar de la persistencia del fenómeno durante tanto tiempo. Aún más, en las tres décadas anteriores a 1930, la tasa promedio anual de la inflación descendió.

Cuando se estableció el Banco Central, había existido un período prolongado de gran estabilidad monetaria, y el tipo de cambio al cual se realizó la convertibilidad en oro de la moneda era el que había prevalecido libremente en el mercado durante varios años. En sus comienzos el nuevo régimen se vio favorecido por la expansión favorable de la economía mundial en los años inmediatamente anteriores a la depresión de los años treinta. Las exportaciones del país subieron en su valor en pesos oro en 15% en 1928 y en 18% en 1929. Además, Chile pudo contar con una cantidad sustancial de créditos externos para esa época. Solamente los de procedencia norteamericana se estiman en más de US\$ 300 millones al finalizar la década del 20. Esto dio un impulso importante al crecimiento económico y como indicador puede mencionarse que la producción industrial creció 10 y 17% en los años 1928 y 1929, respectivamente. A partir de esa fecha el cuadro se revirtió. El valor del comercio internacional descendió fuertemente en los primeros años de la década del 30, y en 1932 era 12% del valor que había logrado en 1929. La producción minera descendió en 1931 a menos de la mitad de la de 1929, y la producción industrial bajó 21% entre 1930 y 1931, para recuperarse levemente en 1932. Los precios (costo de la vida) que habían tenido ya en 1929 una tendencia descendente, bajaron en 4% en el año 1931 debido a la política deflacionaria que el Banco sostenía para mantenerse dentro del sistema.

Desde mediados de 1931 hasta fines de 1932, libre de las restricciones que le imponía el sector externo, el Banco Central para contrarrestar los efectos de la depresión prestó fuertes sumas al Gobierno, a diversas instituciones públicas y a la industria salitrera. Los medios de pago

en este período se duplicaron y el índice del costo de vida en 1933 era 35% superior al de 1931. Las medidas de protección, las alzas de los precios, la devaluación del peso y el control de cambios, dieron ya en 1932 un estímulo a la actividad industrial, la que fue el elemento impulsor del proceso de recuperación.

La época posterior a 1933 fue muy crítica para Chile, pues el descenso que experimentó su ingreso real tardó mucho en restablecerse. Al parecer, sólo en 1940 se logró un nivel global de producción similar al de 1929, pero el comercio exterior no alcanzó el valor real de dicho año hasta cerca de 40 años después. Lo esencial de la recuperación fue el crecimiento industrial ocasionado por la protección. Pareciera que entre 1930 y 1960, período en el cual el mundo pasó por la depresión, la guerra y sus consecuencias, difícilmente pudo concebirse una política diferente que la de sustitución de importaciones. Cabe hacer notar que, en parte, el proceso recuperativo siguió las tendencias de la economía mundial, ya que las exportaciones más que se duplicaron en valores reales entre 1931 y 1937, para estabilizarse en un valor 20% inferior durante más de una década.

A pesar del abandono del régimen del patrón oro y no obstante la fuerte inflación que se produjo en el año 1932, las alzas de los precios en los años siguientes fueron bastante moderadas. La década que siguió a la depresión registra un aumento anual promedio de 7% en el índice de precios al consumidor, el que no es muy diferente del que había sido característico en décadas anteriores.

A partir de 1940 se acentúa el proceso inflacionario en Chile. En los diez años siguientes el promedio de alza de los precios fue de 18% anual, porcentaje sustancialmente mayor del indicado en el párrafo anterior. Es difícil desligar esta fuerte aceleración de los propósitos de los gobiernos de esa época en cuanto a propender a un mayor desarrollo económico y lograr una distribución más equitativa del ingreso. Lo primero se pretendía lograr mediante la acción de la Corporación de Fomento de la Producción, cuyo financiamiento provino, en parte, de créditos externos, pero también de recursos extraídos del sistema bancario, y de una serie de institutos especializados que deberían proveer capital de inversión y de trabajo a distintos sectores de la economía. El financiamiento de todos estos institutos se realizó fundamentalmente con crédito del Banco Central. El Gobierno también recurría a este organismo para financiar sus déficit, y los bancos atendían las demandas del sector privado con financiamientos en el redescuento del Banco Central, cuyas ventanillas estaban abiertas a una cómoda tasa estable de interés de 4,5% anual, por cierto mucho más baja que la que ellos cargaban a sus clientes y, también, inferior a la tasa inflacionaria. El sector privado —o al menos una parte— se beneficiaba con las denominadas "operaciones con el público", que eran créditos a tasas de interés aún más bajas que las del resto del sistema bancario, en cuyo manejo pasaron a tener influencia los políticos que se establecieron en el directorio del Banco a partir de 1946. El propósito de elevar la tasa de inversiones y de generar ahorros forzosos, mediante la expansión crediticia, creaba simultáneamente tensiones en aquellos sectores que no eran directa o inmediatamente favorecidos; sin embargo, estos sectores encontraban en los mecanismos crediticios antes mencionados formas flexibles para ajustarse. El resultado

fue una considerable expansión monetaria que no guardaba relación alguna con la posibilidad de crecimiento de los sectores reales de la economía.

Como se afirmó anteriormente, otro propósito de las políticas gubernativas, a partir de 1940, fue el de mejorar la distribución del ingreso y proteger la posición de los asalariados mediante una serie de medidas, entre las cuales se destacan por su impacto en el proceso inflacionario las leyes de salarios mínimos, sueldos vitales y reajustes de remuneraciones. Los aumentos de costos que estas disposiciones implicaban se corregían a través de las alzas en los precios, lo que hacía posible la política crediticia antes señalada.

Durante la Segunda Guerra Mundial, y particularmente en los años 1942 y 1943, pareció presentarse en Chile un fenómeno de expansión monetaria similar al de muchos otros países en desarrollo como consecuencia del crecimiento de sus reservas externas. Este fue en Chile de menor magnitud que en otros lados, porque el precio del cobre, principal producto chileno de exportación, estuvo sujeto a control de precios por el gobierno norteamericano, y también porque Chile tenía una propensión relativamente fuerte a importar de países latinoamericanos. Esta tendencia se trató de contrarrestar con la venta al público de certificados de depósito en oro, pero, en relación con los otros factores que se han indicado, tuvo una importancia menor.

Desde el año 1932 Chile estuvo sometido al control de cambios y a un alto arancel aduanero que pretendía equilibrar la balanza de pagos y que, al mismo tiempo, había sido el incentivo para la sustitución de importaciones. Esta política se fue "refinando" hasta que en el año 1942 se creó el Consejo Nacional de Comercio Exterior, heredero de la Comisión de Cambios Internacionales que ya funcionaba desligada del Banco Central, aunque se mantuvieran conexiones entre ambos. Los ajustes de la balanza de pagos se realizaban normalmente mediante controles cuantitativos directos (había un presupuesto de divisas y cada importación debía estar amparada por un permiso previo, que en el lenguaje corriente se denominaba "la previa"). Existían cuotas de importación, acuerdos de compensación, algunos convenios de pagos, que aun cuando tenían cierta importancia no encauzaban sino una fracción del total del comercio. Como el proceso inflacionario significaba una disminución real del valor de las divisas extranjeras, se recurría al sistema de los cambios múltiples —entre ellos uno muy importante sirvió para incrementar la tributación a las exportaciones de cobre—, el que se iba haciendo cada vez más complejo hasta que llegaba un momento en que era necesario realizar una devaluación, la que generalmente alcanzaba un monto considerable. El sistema era altamente distorsionador, se caracterizaba por la inestabilidad y muchas veces por la poca racionalidad de las decisiones y era proclive a producir ganancias exageradas de capital, las que pronto trajeron consigo la corrupción administrativa.

El Banco Central en la década del 50

Los primeros años de esta década fueron muy favorables para la economía chilena debido al "boom" provocado por la guerra de Corea. Las exportaciones se expandieron fuertemente en 1951 y 1952 (27% y 53%

respectivamente, sobre el valor que tenían en 1950), e igual cosa ocurrió con la capacidad para importar. El P.G.B., después de experimentar una leve caída en 1951, aumentó en más de 12% en el año 1952. La producción industrial, que había estado prácticamente estancada durante cinco años, aumentó en cerca de 30% en 1951 (incremento derivado del inicio de la producción de hierro y acero en Huachipato) y en 12% adicional en el año siguiente. El sueldo vital real en el Departamento de Santiago, que había subido 7% en 1950, era en 1951 superior en otro 7% al de 1950. La inflación persistía en tasas que variaban entre 15 y 22 por ciento anual, cerca del promedio de toda la década.

La bonanza del sector externo se debió, fundamentalmente, a la decisión del Gobierno de la época de no aceptar las ventas de cobre al precio controlado, impuesto por el Gobierno norteamericano, y declarar de beneficio fiscal la diferencia entre dicho precio y el que pudiera obtenerse en el mercado internacional. El control de la comercialización del cobre se entregó a un departamento creado en el Banco Central, del cual surgieron posteriormente el Departamento y la Corporación del Cobre. Cabe destacar este hecho, porque marcó el inicio de la intervención formal del Gobierno en la minería del cobre que, a través de un largo proceso, debería conducir, 20 años después, a la nacionalización de la industria por el Estado.

En los primeros años de esta década, aunque la inflación pudiera parecer aún moderada, no lo era de acuerdo con los precedentes históricos, ni tampoco con lo que sucedía en otros países. Por ello se decidió recurrir a la asistencia técnica de organismos internacionales para determinar sus causas y soluciones. Dos misiones, una de las Naciones Unidas y otra del Fondo Monetario Internacional, visitaron el país, efectuaron un diagnóstico del problema y de las medidas que estimaban adecuadas para encararlo. Ambos resultaron bastante diferentes y sólo el de Naciones Unidas fue dado a conocer y debatido públicamente. El del Fondo Monetario, que atribuía las causas de la inflación en esa época a la excesiva expansión del crédito bancario, como consecuencia de políticas pasivas, acomodaticias del Banco Central, fue cuidadosamente guardado y nunca se divulgó.

A pesar de la bonanza económica de los primeros años de la década del cincuenta, la elección presidencial de 1952 implicó un cambio fundamental en la dirección política y en cierto modo un repudio a las administraciones anteriores. Como todo nuevo gobierno reformista, estaba deseoso de realizar cambios, y en la esfera financiera ellos se tradujeron en la creación del Banco del Estado, mediante la fusión de una serie de instituciones crediticias del sector público, y en la promulgación de una nueva ley orgánica para el Banco Central.

Ambos proyectos fueron objeto de largos estudios por una comisión de funcionarios y economistas que designó el Gobierno. La que modificó la ley orgánica del Banco Central, dejó sin efecto algunas disposiciones del Estatuto de Kemmerer, que ya no eran aplicables; clarificó la situación de las reservas externas, definió como responsabilidades del Banco mantener la estabilidad financiera y propender al desarrollo económico del país. Lo facultó para establecer controles cualitativos y cuantitativos sobre el crédito bancario, de acuerdo con la Superintendencia de Bancos y para modificar los encajes y establecerlos diferenciados sobre distintas clases de depósitos, de

acuerdo con la misma institución antes mencionada. Corroboró también las facultades del Banco para efectuar operaciones de mercado abierto.

La modificación introducida en 1953 no cambió la estructura de propiedad del Banco, en parte del Estado y en parte privada, fundamentalmente bancaria. Tampoco afectó la constitución y designación del Directorio. Estas limitaciones habían sido impuestas por el Congreso al facultar al Ejecutivo para que modificara la ley orgánica del Banco y muchos sentían que frustraban en buena medida los propósitos de la reforma. De este modo, durante siete años más el manejo del Banco permaneció en las mismas manos en que había estado durante el decenio anterior.

La administración que se inició en los últimos días de 1952 tenía un fuerte compromiso de carácter social. Comenzó como un gobierno de los que se han denominado populistas. Uno de sus primeros actos fue establecer el salario mínimo agrícola, que favoreció a cerca de 300.000 campesinos, y la asignación familiar para los obreros imponentes del Servicio de Seguro Social. Con ello las cotizaciones previsionales se elevaron, entre 1952 y 1955, de 2,3 a 7% para los imponentes, y de 5,4 a 25,2% para los empleadores. Ya en 1952, durante el gobierno que terminaba su período, se había establecido un sistema jubilatorio para los empleados particulares, y a partir de enero de 1953 se decretó el reajuste automático de las remuneraciones de los funcionarios de la Administración Pública. Todas estas decisiones generosas no fueron adecuadamente financiadas. Desde entonces, todos los años era necesario lograr del Congreso la aprobación de los recursos para pagar los reajustes, pero éstos eran en general insuficientes y se despachaban en forma tardía. El sector privado, enfrentado con costos adicionales, tenía que recurrir de manera creciente al crédito bancario y eliminar las pérdidas eventuales mediante alzas en los precios.

Desgraciadamente, la coyuntura internacional favorable que prevaleció en los primeros años de la década se revirtió y, en 1953, las exportaciones bajaron en US\$ 100 millones. Además, el Gobierno, empeñado en obtener por el cobre un precio superior del que existía en el mercado internacional, se quedó con un considerable stock, y sólo en 1954 pudo lograr que el Gobierno de los Estados Unidos lo adquiriera para sus reservas estratégicas como parte de la ayuda económica dada a Chile. No es de extrañar, entonces, que la política social emprendida en adversas circunstancias económicas y financiada mediante la emisión monetaria y el crédito bancario tuviera su efecto en la aceleración inusitada del proceso inflacionario.

Las alzas de precios, medidas por el índice de precios al consumidor, que no habían sobrepasado hasta la fecha el 22%, fueron de 40% en 1953, de 64% en 1954 y llegaron a 86% en 1955. Fue una especie de ironía que el Banco Central, en el momento mismo en que disponía de un Estatuto modernizado, tuviera que encarar la peor inflación que se había registrado en la historia del país. Habría que esperar casi 20 años para que dicho récord se superara.

Antes que el proceso inflacionario recrudeciera, el tema había sido objeto de discusión y estudio por diversos economistas chilenos que actuaban en el Banco Central, en el Ministerio de Hacienda, en las

Universidades y en la CEPAL, aun cuando todavía no se perfilaban los enfoques monetarista y estructuralista que iban a representar los polos del debate económico en la segunda mitad de la década del cincuenta. Faltaba, sin embargo, que estas iniciativas tomaran una forma política, lo que ocurrió debido a la magnitud de los problemas sociales provocados en 1955 por la inflación y por los temores que inspiraba la prosecución de este proceso en los sectores empresariales, que hasta la fecha habían sido opositores a la política gubernamental. El Gobierno decidió, entonces, contratar los servicios de la firma norteamericana de consultores económicos particulares Klein-Saks, que poco tiempo antes había actuado como asesora del Gobierno del Perú. Se pensó en ella, porque las recomendaciones de una misión extranjera no iban a estar, presumiblemente, influenciadas por posiciones ideológicas o por intereses, como las de técnicos locales, y de este modo tendrían una mayor viabilidad política. Además, se creía que supuestos contactos de los consultores contratados con la administración norteamericana facilitarían la obtención de créditos externos que parecían necesarios para el éxito de un programa de estabilización. La misión se constituyó en Chile a fines de 1955 y permaneció hasta 1958. Formuló recomendaciones en una serie de campos de la economía y de la administración, para lo cual aprovechó muchos de los trabajos elaborados por los técnicos nacionales a que se ha hecho referencia anteriormente. Cabe hacer presente, sin embargo, que el Gobierno adoptó las recomendaciones que se le hicieron en forma selectiva, de acuerdo con las ideas que él mismo tenía sobre la situación del país o de la aceptabilidad de las propuestas que se le formulaban. La misión se estableció en el Banco Central, que le prestó apoyo logístico y la contribución de sus técnicos.

Los principales éxitos de la misión se manifestaron en la reducción del proceso inflacionario, ya que las alzas en los precios de 84% en 1955 se redujeron a 38% y 17% en los dos años siguientes, y en la reforma al sistema cambiario, cuyos rasgos esenciales subsistieron durante muchos años más.

El éxito de la política de estabilización se basó, en primer lugar, en la limitación del reajuste de sueldos y salarios para el año 1956 a un 50% del alza de precios que había ocurrido entre diciembre de 1954 y enero de 1956. Se dispuso, además, que los reajustes de los precios controlados, durante 1956, no podían exceder de 40%, a menos que fueran bienes importados o usaran insumos importados. Con ello se trató de reducir las presiones de costo para facilitar la política de contención de la demanda agregada, pero también de mostrar la voluntad política de realizar un esfuerzo estabilizador serio y mover las expectativas de la población en dirección a una inflación esperada menor. En materia de crédito, se descansó en disposiciones de crédito selectivo (para orientarlo hacia la producción, en la cual no se incluía la construcción y venta de viviendas suntuarias), y en márgenes de expansión crediticia que se fijaban por semestres para cada empresa bancaria. El programa contemplaba una expansión del crédito de 15% en el primer semestre de 1956, comparado con un alza efectiva de 40% que había ocurrido en el mismo período de 1955. Los propósitos de lograr un mejoramiento de la situación fiscal y de su forma de financiamiento no se materializaron.

En 1957 se volvió a repetir una política parecida a la del año anterior, con resultados similares en los precios, pero la situación externa

comenzó a deteriorarse marcadamente debido a un descenso en el precio del cobre en el mercado internacional. Esta situación se hizo más grave en el año siguiente en que el esfuerzo de estabilización se debilitó notoriamente. Por otra parte, los déficit de la balanza de pagos y del presupuesto fiscal se acentuaron. Además, en vísperas de las elecciones presidenciales, se dejó de lado la política que otorgaba reajustes inferiores a las alzas de precios en los períodos anteriores, y a los ataques que provenían de la izquierda se vino a agregar la oposición empresarial, que sostenía que la política crediticia estaba ahogando las actividades productivas.

Antes de que la misión mencionada iniciara sus tareas, el Gobierno había dictado la ley 11.828, que daba nuevo trato a la gran minería del cobre. Esta ley, al igual que otras que otorgaban garantías a los ingresos de capital extranjero (origen de las actuales operaciones del art. 14 de la ley de cambios), fue base para solicitar el apoyo externo al programa de estabilización. Esta ley, debido a la venta de los retornos equivalentes al costo de producción de la gran minería del cobre, dio al Banco Central un control efectivo de alrededor del 60% sobre la oferta de divisas de que disponía el país.

En el año 1958, la misión Klein-Saks presentó un memorándum que contenía algunas de sus ideas respecto de la organización del Banco Central. Este memorándum no fue considerado, en realidad, por las autoridades. En él se indicaba la influencia excesiva que ciertos grupos económicos y bancos tenían en el directorio de la institución y la excesiva dependencia de sus ejecutivos frente al Directorio. Se destacaba la poca coordinación entre el Banco y la Superintendencia de Bancos y la división poco racional de responsabilidades que existía entre el Banco Central y el Ejecutivo. Muchos funcionarios de la administración criticaban la posición aislada e independiente en que el Banco se colocaba, como si no tuviera conciencia de ser una parte del sector público.

La Misión recomendaba convertir el Directorio en un Consejo Consultivo, sin facultades de decisión. Al mismo tiempo se establecería una Junta Monetaria que tendría las facultades de política económica que la ley encomendaba al Banco. La Junta estaría compuesta por el Presidente, el Gerente General, un representante del Ministro de Hacienda y dos técnicos de vasta experiencia en actividades económicas. Estos últimos deberían dedicar todo su tiempo al servicio del Banco. Las altas autoridades en vez de ser designadas por el Directorio deberían ser nombradas por el Presidente de la República, con acuerdo del Senado. Los ejecutivos durarían 8 años en sus cargos y se establecía un procedimiento que impediría que la renovación de los miembros de la Junta ocurriera en una misma fecha. Los dos técnicos tendrían a su cargo uno la ejecución de la política cambiaria y el otro la Superintendencia de Bancos.

Al mismo tiempo, la Misión proponía que el Banco Central absorbiera y tomara a su cargo las funciones que competían a la Comisión de Cambios Internacionales, a la Superintendencia de Bancos y a la Caja de Amortización de la Deuda Pública. Recomendaba también: a) la prohibición de los créditos al Fisco y a otras entidades públicas, salvo que ello fuere aprobado por leyes especiales; b) la suspensión de los financiamientos obligatorios de carácter permanente y la reducción del que contemplaba la

ley N° 7.200 a favor del Fisco a 3% del monto del presupuesto anual, por razones de carácter estacional. Este crédito ascendía entonces a un dozavo del presupuesto y se había transformado en una fuente de financiamiento fiscal permanente, y c) la eliminación de los créditos del Banco al sector privado.

El Banco Central en la década del 60

A fines de 1958 cambió la administración gubernamental chilena y, recién iniciada, se produjo un primer conflicto entre el Banco Central y el Poder Ejecutivo, derivado de la fijación del tipo de cambio, que el Gobierno deseaba establecer en \$ 1.200 por dólar y el Directorio del Banco acordó llevar hasta solamente \$ 1.050. Esto era parte de medidas que tendían a unificar el mercado cambiario y a liberalizar las operaciones financieras, lo que fue extendido en muchísimo menor grado a las de comercio exterior. El precio del dólar antes indicado quedó vigente para ambos mercados hasta fines de 1961 y para las operaciones de comercio exterior hasta octubre de 1962. Se pensaba que esta liberalización provocaría una fuerte entrada de capital extranjero para elevar las inversiones, cuyo ritmo podría mantenerse una vez que los aumentos de la actividad económica y de la producción lograran la generación de un nivel de ahorros más elevado. Por otro lado, se temía que una liberalización comercial excesiva podría crear riesgos innecesarios a la industria nacional.

A comienzos del año 1959 se cambió el signo monetario del país con una conversión de \$ 1.000 por E° 1 (escudo), y aunque el cambio tuvo un carácter meramente contable, influyó favorablemente las expectativas en la política de estabilización que el gobierno emprendió en ese año.

El control monetario ejercido en este programa se efectuó con instrumentos distintos al anterior. Se abandonaron las cuotas de expansión del crédito distribuidas entre bancos. Se eliminaron los depósitos previos de importación, salvo los que estuvieran constituidos por dólares o pagarés dólares de la Tesorería, y eventualmente dichos depósitos deberían transformarse en el equivalente de su costo, en recargos a las importaciones. Para eliminar o reducir el impacto inflacionario que pudiera tener la liberación de depósitos, se estableció que los bancos deberían cancelar el redescuento que tenían pendiente en el Banco Central y sólo se les devolvería el remanente. Las facilidades de redescuento se limitaron a casos verdaderamente excepcionales.

Para reducir el efecto secundario de una excesiva expansión de la emisión provocada por las operaciones de cambio, en el año 1959 el Banco Central hizo uso de las tasas marginales de encaje, que se fijaron primero en 50% y posteriormente en 75 % con respecto al crecimiento de los depósitos bancarios desde ciertas fechas. Este instrumento iba a quedar, con distintas formas, en el arsenal del manejo monetario del Banco. También en dicha época se estableció la libertad de los bancos para pagar intereses por los depósitos a más de 30 días y se les facultó para recibir depósitos y otorgar créditos en moneda extranjera. Estas operaciones se expandieron rápidamente en el transcurso de 1959.

El éxito de este programa de reducir las alzas de los precios se tradujo en un aumento considerable de las tasas reales de interés. Para producir algún alivio y enfrentar las presiones de distintos sectores productivos, el Banco procedió a utilizar las sobretasas de encaje para financiar créditos especiales en favor de ciertas actividades a las cuales se otorgaban condiciones más ventajosas que a los créditos generales. Entre ellas pueden mencionarse las adquisiciones de ciertos insumos para la agricultura, el crédito en favor de la exportación y las denominadas letras de producción. Con esto comienzan los intentos del Banco para reorientar el crédito en determinadas direcciones, lo que hasta ese momento no había hecho, salvo la prohibición de financiar actividades específicas.

En el año 1960 ocurren dos hechos de importancia en la constitución y manejo del Banco Central. Uno de ellos fue la eliminación de las consejerías parlamentarias, que terminó con la influencia que en el Directorio tenían los representantes del Congreso. El otro fue la incorporación al Banco de la Comisión de Cambios Internacionales y la constitución del Comité Ejecutivo, como órgano de poder dentro del Banco. El Comité estaba integrado por el Presidente, el Vicepresidente y el Gerente General. La designación de los dos primeros funcionarios requería la aprobación del Presidente de la República. Aun cuando el Comité Ejecutivo tenía facultades solamente cambiarias y de proposición y ejecución en materias monetarias, su situación pasó a ser tan fuerte que el Directorio se transformó, desde entonces, en un órgano realmente secundario.

Un gran incremento del gasto público, asociado con la necesidad de reconstrucción de una extensa zona devastada por los terremotos ocurridos en el sur del país, a mediados de 1960, comenzó a minar el esfuerzo de estabilización; y aun cuando los precios se mantuvieron relativamente estables, se desarrolló un considerable déficit en la balanza de pagos. El retraso en la recepción de los créditos externos esperados para financiar la reconstrucción, incrementó la brecha entre el gasto y la producción, la que no pudo ser colmada con los importantes créditos de estabilización que el país recibió a comienzos de 1961. Ya a mediados de dicho año era perceptible una fuerte crisis de balanza de pagos. ¿Por qué las autoridades tardaron tanto en tomar medidas, aunque hubiesen sido de la naturaleza de las que se adoptaron a fines de año? A lo mejor en cualquier momento se esperaba que ocurriera un vuelco en la situación, que el precio del cobre —muy deprimido— subiera de valor o que llegara una mayor cantidad de crédito externo. Sin embargo, es indudable que en la espera tuvo fuerte influencia la pérdida de capital en que incurrieron los deudores en moneda extranjera y hasta que una ley no reguló su situación no se efectuó la devaluación en el mercado bancario, hecho acontecido en octubre de 1962.

Las medidas que se adoptaron a fines de 1961 para hacer frente a la crisis de balanza de pagos implicaron un significativo retroceso en los programas de liberalización que se habían iniciado en años anteriores. Se redujo el número de ítem de la lista permitida, principalmente de bienes de capital; se reintrodujeron depósitos previos eliminados y se elevaron los existentes; se segregó el mercado cambiario, manteniendo fijo el tipo de cambio en el mercado de comercio y dejándolo fluctuar en el financiero, y para hacer frente a la imposibilidad de realizar los pagos al exterior se estableció un plazo de espera obligatorio para efectuar las remesas, el que se

fue ampliando hasta llegar a 120 días, plazo que incluso el Banco Central no estuvo en condiciones de cumplir. No obstante la reducción del déficit de la balanza de pagos en 1962 a US\$ 50 millones en relación con US\$ 100 millones del año anterior, la situación externa del país no había mejorado significativamente con las medidas restrictivas, ya que la diferencia entre las dos cifras era menor que las obligaciones acumuladas pendientes de pago.

La devaluación de 1962 se realizó en condiciones muy desafortunadas, ya que el impacto inflacionario, que de por sí involucraba esa medida, se vio agravado porque el Gobierno decretó una doble compensación al sector asalariado. De este modo, el proceso de alzas de precios, que había sido muy moderado desde mediados de 1959 hasta octubre de 1962, se vio considerablemente reavivado. El sector externo mejoró en 1963 y 1964 por el alza del valor de las exportaciones, especialmente en el segundo de dichos años, por la contención de los gastos de importaciones y por el mantenimiento con pocas modificaciones de todo el sistema restrictivo que se impuso en el momento de la crisis. Contribuyó a ello también la prosecución de una política de tipo de cambio más flexible que sólo se paralizó cuatro meses antes de la elección presidencial de 1964.

La segunda mitad de esta década se encuentra bajo la égida de una administración fuertemente reformista, cuyos objetivos se concentraron en lograr en forma simultánea la detención del proceso inflacionario; alcanzar una tasa de crecimiento económico más elevada; conseguir una mejor distribución del ingreso, y permitir una mayor participación de los sectores populares en los procesos de decisión política y económica. De ellos, dos fueron logrados relativa y temporalmente; el tercero aparentemente lo fue, pero perjudicó la consecución de los dos primeros a partir de 1967.

El Comité Ejecutivo reforzó su posición como autoridad dentro del Banco, tanto por la calidad de sus componentes como por la cohesión existente entre ellos. El Directorio pasó a ser una instancia de diálogo, a fin de escuchar los puntos de vista de los sectores que allí estaban representados, o para lograr compromisos en ciertas materias, pero la última palabra la tenía el Comité Ejecutivo.

Las realizaciones mayores del Banco en esta época parecen haber ocurrido en el campo del sector externo, ya que las reservas de divisas eran considerables en 1970 y el sistema restrictivo había sido gradual y lentamente simplificado y se habían eliminado los atrasos en los pagos al exterior. Contribuyeron a ello el excelente precio del cobre en el mercado internacional, las inversiones extranjeras en esta industria y un fuerte flujo al país de capitales oficiales, dentro del programa de ayuda norteamericano. Pero también fue un factor significativo la política de minidevaluaciones que tenían por objeto crear un valor real estable y predecible de las divisas extranjeras. Los intentos primitivos del Gobierno por controlar la balanza de pagos, mediante la reintroducción de los permisos previos, fracasaron, porque el Congreso sólo autorizó que el Banco pudiera rechazar registros, pero por renglones globales, lo que hizo durante los primeros años del período, pero luego tomó conciencia de que este era un procedimiento muy poco apropiado para obtener una reducción de los pagos al exterior.

El Gobierno se proponía crear un Ministerio o Dirección que tomara a su cargo todos los problemas del comercio exterior y, mientras ello ocurría, lo que no llegó a suceder, se estableció en el Banco una Gerencia de Fomento de Exportaciones. Ella tuvo por objeto hacerse cargo del draw—back o subsidio a las exportaciones y de impulsar los procesos de integración que entonces estaban en boga en América Latina, especialmente en el campo financiero de los créditos recíprocos y de la compensación multilateral de Lima, en todos los cuales el Banco estuvo presente con activa participación.

En los últimos años de esta década, el Banco emprendió un estudio, con la participación de muchos de sus técnicos, con el objeto de racionalizar el sistema de comercio exterior y de pagos; eliminar prácticas restrictivas inútiles, reducir y racionalizar el sistema proteccionista, fijar niveles de protección que se consideraran apropiados por actividades, etc. Algunas de estas proposiciones alcanzaron a ser puestas en aplicación.

Los intentos del Gobierno por reducir el proceso inflacionario llevaron al Banco a realizar una activa programación monetaria, basada en estimaciones empíricas de la demanda de dinero y en una apreciación de las presiones inflacionarias de costos, calculadas según un modelo del cual era autor Jorge Cauas, primeramente director y después vicepresidente del Banco.

El control global del crédito al sector privado se realizó mediante la conjunción de un sistema de encajes marginales muy elevado —en realidad tan elevado, que prácticamente ninguna institución bancaria podía cumplir con ellos— y una ayuda de encaje (préstamo del Banco Central para cubrir la deficiencia del mismo) a todo Banco que se conformara en el mes con el margen de expansión que se le había asignado. Dichos márgenes eran determinados de acuerdo con el programa y fueron objeto de varios refinamientos para estimular a los bancos a captar recursos en la forma de depósitos a plazo. La verdad es que el Banco, mediante este sistema, logró un control muy preciso de la expansión del crédito del sistema bancario al sector privado, lo que no había logrado cuando técnicas similares fueron aplicadas en los años siguientes a 1955.

El programa de reducción gradual del proceso inflacionario fracasó por el crecimiento exorbitante del gasto público y por la excesiva concesión de reajustes de remuneraciones, las que eran incompatibles con el programa de estabilización. Lo primero fue posible por los altos ingresos del cobre y por créditos externos, y no ocasionaron un financiamiento bancario excesivo al sector público. La expansión apareció más bien como consecuencia del superávit de la balanza de pagos, y era ella la que el Banco deseaba contrarrestar con su política de control global del crédito.

Medidas referentes a regulaciones del canje, a la supresión del sobregiro no pactado por escrito o el no pago de cheques girados contra fondos en canje tuvieron por objeto incrementar la demanda de dinero, que al parecer aumentó considerablemente en los primeros años del Gobierno debido a la mayor monetización del sector agrario si no era posible contener la oferta.

Se suprimieron en esta época las operaciones con el público, es decir, el crédito directo del Banco a los particulares.

Las prácticas iniciadas en la administración precedente sobre reorientación selectiva del crédito se prosiguieron y ampliaron. En lugar de hacerlas con cargo a las sobretasas de encaje se efectuaron mediante redescuentos especiales. Entre ellas vale la pena mencionar, por la importancia relativa que adquirió y por la creencia de algunas autoridades del Banco de que sería el instrumento apropiado para estimular el desarrollo económico, la denominada línea de crédito, según presupuesto de caja.

Mediante ella, una empresa que quisiera asegurarse el financiamiento necesario durante un cierto período presentaba un programa de los flujos de caja durante dicho período y se comprometía a realizar todos sus pagos al contado a proveedores. Si el monto de la línea superaba las posibilidades de financiamiento de un solo banco, se recurría a la formación de un consorcio, en el cual cada integrante se comprometía a una porción del financiamiento necesario. Las líneas sobre cierto monto requerían aprobación del Banco Central y parte de las mismas era financiado por éste con redescuentos. Los bancos estaban obligados a constituir porcentajes crecientes del crédito que otorgaban mediante el sistema de líneas y el no cumplimiento de estas cuotas se sancionaba como deficiencia de encaje. Sin entrar a discutir las ventajas e inconveniencias del sistema, durante el tiempo en que se aplicó parece que fue un elemento concentrador del crédito bancario.

Durante este período el Banco recibió facultades adicionales con respecto a la fijación de las tasas de interés. Se agregó a ellas la de establecer un impuesto variable a los intereses, el que era ajustado según fuera la magnitud de la tasa inflacionaria. El propósito era lograr que existieran tasas de interés reales positivas, de alrededor de 7 a 8 por ciento al año, pero al mismo tiempo impedir que tasas nominales de interés muy elevadas incrementaran las utilidades de los bancos.

La obtención de un crecimiento del producto y del ingreso más elevado, el Gobierno pensaba realizarla mediante una mejor utilización de la capacidad instalada y una elevación de las inversiones públicas en los primeros años, y en los siguientes se contaba con un estímulo considerable al ahorro privado. Esto no se materializó, a pesar de que el Gobierno puso en práctica diversos estímulos con dicho objeto. El Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo, que había comenzado en la administración anterior para financiar la construcción de viviendas de costo intermedio, fue ampliado; se estableció la reajustabilidad de los depósitos de ahorro a plazo en el Banco del Estado, hasta ciertos límites; y el Banco Central creó el Certificado de Ahorro Reajutable (CAR) con la finalidad de financiar inversiones a largo plazo. En la medida en que este instrumento funcionó, lo hizo para captar recursos que redujeron un tanto la expansión de la emisión para financiar el incrementado gasto del sector público, pero no hubo mucha demanda de recursos reajustables, cuando existían al mismo tiempo las posibilidades de obtener créditos que no estaban sujetos a reajustes.

También los encajes diferenciados fueron utilizados por el Banco para ciertos objetivos que deseaba obtener en el sector bancario y financiero, como el de promover fusiones de instituciones que llevaran a un número más

reducido de bancos y de tamaños no muy dispares y para limitar la presencia de bancos extranjeros a porcentajes minoritarios de los bancos que operaban en el mercado local.

Al finalizar este período se dictó una ley que hizo extensivos los bajos requerimientos de encaje a que se encontraban sujetos los bancos regionales (definidos como los que no tenían oficinas en Santiago o en Valparaíso) a las sucursales en provincias de los bancos nacionales. De esta manera se liberó a los bancos de una gran cantidad de recursos, lo que transformó en inefectivo el control que hasta ese momento el Banco Central ejercía sobre la expansión secundaria del crédito. Igualmente, el Congreso consideró y discutió proyectos de ley para reorganizar el Banco y su directiva. Estos proyectos no lograron concretarse en cuerpos legales.

**PROBLEMAS MONETARIOS INTERNACIONALES:
EL ROL DE LOS BANCOS CENTRALES EN
LOS PAISES INDUSTRIALIZADOS**

Dr. Roland Vaubel

Director Instituto de Economía Mundial
Universidad de Kiel, Alemania Federal

El problema

Desde fines de 1978, los bancos centrales de Europa han estado conscientes de los problemas que los cambios de rumbo internacionales en la demanda por dinero pueden presentar para los programas preestablecidos de expansión monetaria. En ese año el Deutsche Bundesbank y el Swiss Nationalbank se alejaron de sus metas monetarias en márgenes desacostumbrados. Ambos bancos centrales atribuyeron sus dificultades, por lo menos en parte, a la demanda por sustitución de monedas. Mientras el Bundesbank se había pronunciado en favor de metas con bandas explícitas en lugar de metas puntuales, el Nationalbank adoptó una meta de tipo de cambio mínimo con relación al marco, y se negó a anunciar una meta de oferta de dinero para el año 1979.

Los problemas de política que significaban los desplazamientos internacionales de demanda de dinero han sido previstos por varios autores¹, y pueden ser descritos de la siguiente manera: un cambio en la demanda de dinero desde la moneda A a la moneda B debe —todo lo demás constante— elevar el precio de la moneda B y bajar el de la A. Con relación a la tasa de

¹Ver, principalmente, a Arthur Laffer, "Optimal Exchange Rate System", trabajo presentado ante American Economic Association Meeting, Atlantic City, septiembre 1976; Herbert Giersch, "Exchange-Rate Surveillance", en R.A. Mundell y J.J. Polak, editores, *The New International Monetary System* (New York: Columbia University Press, 1977); David T. King, B.H. Putnam y D.W. Wilford, "Currency Portfolio Approach to Exchange Rate Determination: Exchange Rate Stability and the Independence of Monetary Policy", Federal Reserve Bank of New York, Research Paper N° 7.733, julio 1977; reimpreso por Bluford H. Putnam and D. Sykes Wilford, eds., *The Monetary Approach to International Adjustment* (New York: Praeger Publishers, 1978); John F.O. Bilson, "The Current Experience with Floating Exchange Rates: An Appraisal of the Monetary Approach", *American Economic Review*, vol. 68, N° 2, 1978; Lance Gorton and Don Roper, "Theory and Implications of Currency Substitution", Federal Reserve Board, International Finance Discussion Paper, N° 86, 1976; rev. May 1978; ídem, "Substitutable Monies and the Monetary Standard", in M.P. Dooley, H.M. Kaufmann, R.E. Lombra, eds., *The Political Economy of Policy Making, Essays in Honor of Will E. Mason* (Beverly Hills, London, 1979); Mark Miles "Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, y Monetary Independence, *American Economic Review*, vol. 68, N° 3, 1978.

cambio, es decir, el precio relativo entre dos monedas, la moneda B debe aumentar de precio con respecto a terceras monedas y más aún con respecto a la moneda A. En relación con el precio relativo del dinero en términos de bienes, se supone que los dos niveles de precios *hubieran permanecido constantes en ausencia de desplazamientos* internacionales de la demanda por dinero. Se concluye que la subida del precio relativo de la moneda B involucra un descenso del nivel de precios del país B; y en forma análoga, la baja de precio de la moneda A implica un aumento del nivel de precios del país A. Debido a que la tasa de cambio tiende a reaccionar más rápidamente que los índices de precios, y que, además, desplazamientos internacionales de la demanda de dinero tienden a producir cambios transitorios en las tasas de cambios reales (los que temporalmente afectan la competitividad internacional de los sectores exportadores y sustitutivos de importaciones de esos países), y aun en ausencia de tales diferencias de velocidad de ajustes, desplazamientos en la demanda externa de una moneda que lleva a efectos monetarios netos en la balanza de pagos, tienden a afectar el tipo de cambio real y la posición competitiva internacional, de manera que el saldo de la cuenta corriente pueda cambiar en el mismo monto que la cuenta de capital. Fijar con anticipación la expansión monetaria, valida el supuesto de "ceteris paribus", con respecto a la tasa de crecimiento de la oferta monetaria.

Los desplazamientos internacionales de la demanda de dinero son, por tanto, otra causa de la interdependencia económica internacional bajo el régimen de tipos de cambio flexibles, además de los factores reales que producen cambios en los términos de intercambio y en los movimientos de capital². Sin embargo, no es ciertamente verdad que los desplazamientos internacionales de la demanda de dinero destruyan, como se ha pretendido, "la independencia de la política monetaria" o "la autonomía monetaria"³ bajo sistemas de tipo de cambio flexibles.

Pese a que la *demand*a por dinero puede ser internacionalmente interdependiente, la oferta de dinero *no* lo es bajo sistemas de tipo de cambio flexibles. A diferencia de los regímenes de cambios de tasas fijas, cada autoridad monetaria nacional está, por tanto, en libertad de alcanzar, en principio, su meta de nivel de precio preferido, ajustando la oferta monetaria a la demanda. Con esto no se niega que tal política crea problemas de identificación.

Comprobación empírica

Los determinantes de la demanda privada de dinero externo han sido analizados en numerosos estudios, pero en vista de que ignoran la demanda de dinero interno, no indican la importancia de los efectos que los desplazamientos internacionales de la demanda de dinero tienen sobre las

² Que esa interdependencia no haya sido refutada por los partidarios de la flexibilidad de los tipos de cambio, se observa al releer a Milton Friedman, "The case for Flexible Exchange Rates", *Essays in Positive Economics* (Chicago: University of Chicago Press, 1953) p. 199.

³ Ver, por ejemplo, Laffer, "Optimal Exchange Rate System", p. 9; y King Putnam and Wilford, "Currency Portfolio Approach to Exchange Rate Determination", p. 4.

tasas de inflación y los tipos de cambio⁴. Otro grupo de estudios trata de localizar esos desplazamientos estimando las funciones de la demanda interna de dinero o transformaciones de ella y analizando los errores de las predicciones resultantes⁵; este enfoque no es óptimo, porque aquellos errores de predicción también pueden reflejar desplazamientos internos en la demanda de dinero. Un tercer grupo de estudios se esfuerza en capturar la sustitución de monedas, explícitamente, incorporando las primas de descuento a futuro o un promedio ponderado de tasas de interés internacionales como un elemento en la función de demanda de dinero⁶. Ellos demuestran que desde 1973 la sustitución de monedas en la demanda ha sido significativa en el caso del dólar estadounidense, el dólar canadiense y el marco alemán, y casi significativa para el franco suizo y el yen japonés, y que en algunos casos, contribuye considerablemente a explicar los cambios en las tasas de inflación.

Opciones de política monetaria

¿Deberían los bancos centrales en el manejo de sus políticas monetarias permitir tales desplazamientos internacionales en la demanda por sus monedas?, y si es así ¿de qué manera? Podrían considerarse varias opciones de política como respuesta.

⁴ Mordechai E. Kreinin y R.F. Gilbert, "The Demand for Foreign Currency Holdings by European Banks", *Southern Economic Journal*, Nº 1, 1971; Pentti J.K. Kouri y M.G. Porter, "International Capital Flows and Portfolio Equilibrium", *Journal of Political Economy*, Nº 2, 1974; K. Alec Chrystal, "Demand for International Media of Exchange", *American Economic Review*, Nº 5, 1977; Miles, "Currency Substitution", id. et Marion B. Stewart, "The Effects of Risk and Return on the Currency Composition of Money Demand", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Nº 4, 1980, id., "Currency Substitution: Some Further Results and Conclusions", *Southern Economic Journal*, Nº 1, 1981; Roland Vaubel, *Strategies for Currency Unification. The Economics of Currency Competition and the Case for an European Parallel Currency* (Tübingen: Kieler Studien, vol. 156, 1978); Arturo Brillembourg y S.M. Schadler, "A Model of Currency Substitution in Exchange Rate Determination, 1973-78", *International Monetary Fund, Staff Papers*, Nº 3, 1979; Guillermo Ortiz, L. Solís, "Inflation and Growth: Exchange Rate Alternatives for Mexico", en John Williamson, ed., *Exchange Rate Rules. The Theory, Performance and Prospects of the Crawling Peg* (New York: St. Martin's Press, 1981).

⁵ Peter Trapp et al., "Überwindung der Konjunkturschwäche in der Bundesrepublik Deutschland", *Die Weltwirtschaft* Nº 2, 1978; Harmen Lehment, *Devisenmarktinterventionen bei flexiblen Wechselkursen* (Tübingen: Kieler Studien, vol. 162, 1980); Enno Langfeldt und Harmen Lehment, "Welche Bedeutung haben Sonderfaktoren für die Erklärung der Geldnachfrage in der Bundesrepublik Deutschland?", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Nº 4, 1980; Bruce Brittain, *International Currency Substitution and the Apparent Instability of Velocity in Some Western European Economies and in the United States*, Bank for International Settlements, Working Papers, Nº 2, 1980.

⁶ Jacob A. Frenkel, "The Forward Exchange Rate, Expectations and the Demand for Money: The German Hyperinflation", *American Economic Review*, vol. 67, Nº 4, 1977; id., "Further Evidence on Expectations and the Demand for Money: The German Hyperinflation" *Journal of Monetary Economics*, Nº 1, 1979; id., "The Forward Premium on Foreign Exchange and Currency Depreciation during the German Hyperinflation" *American Economic Review*, vol. 70, Nº 2, 1980; Andrew Abel, Rüdiger Dornbusch, John Huizinga, Alan Marcus, "Money Demand during Hyperinflation", *Journal of Monetary Economics*, Nº 1, 1979; Roland Vaubel, "International Shifts in the Demand for Money, their Effects on Exchange Rates and Price Levels, and their Implications for the Preannouncement of Monetary Expansion", *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 116, Nº 1, 1980; id., "West Germany's and Switzerland's Experience with Exchange Rate Flexibility", in J. Drever, G. Haberler, T. Willett, eds., *The International Monetary System under Stress* (Washington, D.C.: American Enterprise Institute, 1981); José L. Gutiérrez-Camar, R. Vaubel, "International Shifts in the Demand for Money in a Small Monetarist Model: Some Further Evidence", *Institute of World Economics, Kiel, Kiel Working Papers*, Nº 121, May 1981.

1ª Opción: Metas anunciadas, excluidos los desplazamientos internacionales de la demanda de dinero: En vista de que la estabilidad del nivel de precios es la meta final de la política monetaria, la solución ideal, probablemente, debería ser la de preanunciar las metas de las tasas de expansión monetaria excluidos los desplazamientos internacionales en la demanda de dinero interno, y compensar tales cambios mediante ajustes compensatorios de la oferta monetaria. Los bancos centrales podrían seguir la regla, clara y predecible, de incrementar la oferta de dinero interno conforme al crecimiento que se espera de la demanda interna de saldos reales, estabilizando así las expectativas acerca de la política monetaria y atenuando aquellas fluctuaciones de corto plazo en el producto que no se deben a inestabilidad de política monetaria, pero que al mismo tiempo impedirían que movimientos internacionales, temporales o permanentes, en la demanda por dinero (y sus expectativas) desestabilicen los niveles de precios internos o los tipos de cambio (y las expectativas de ello).

El problema de este enfoque es que los desplazamientos internacionales en la demanda de dinero no pueden ser directamente observados. En especial, no es posible inferir los cambios en los saldos monetarios mantenidos en el exterior, si la demanda externa por dinero ha cambiado incluso de dirección. Si, por ejemplo, hay más marcos en manos de extranjeros, esto es compatible tanto como un aumento o una disminución de la demanda externa por marcos, porque si al mismo tiempo la demanda interna por marcos disminuye más que la demanda externa, las tenencias nominales externas de marcos aumentarán (junto con la depreciación del marco alemán), aunque la demanda externa por saldos reales de éstos disminuya⁷. Por supuesto, esta dificultad es simplemente una consecuencia de un punto más fundamental, cual es que las estadísticas de balanza de pagos (que es la real suma de movimientos entre países) no permitan inferir sobre la demanda o la oferta total de una moneda o, por esta misma razón, acerca de su tipo de cambio.

2ª Opción: Metas anunciadas que consideran desplazamientos internacionales esperados en la demanda de dinero: Debido a que los movimientos internacionales en la demanda de dinero pueden ser verificados, no solamente por las estadísticas monetarias, si ello es posible, considerando tales movimientos según los determinantes de la demanda, los bancos centrales pueden basar las formulaciones de sus metas de oferta monetaria en estimaciones de los coeficientes y los valores probables de estos determinantes (ingresos externos, tasas de interés externas), en la misma forma en que ahora ellos tienden a considerar propósitos de sustitución interna entre dinero y activos no monetarios derivados de cambios en las tasas de interés internas. El Swiss Nationalbank parece estar siguiendo esta norma de retroalimentación anticipada⁸. Esto puede explicar la razón por la que

⁷ La experiencia empírica en siete países importantes entre 1973 y 1978 demuestra que, sólo con excepción del caso de la libra esterlina, los cambios nominales de tasas de cambio no estaban mayormente correlacionados con las variaciones de los saldos monetarios mantenidos por no residentes de los dos países señalados. Ver Vaubel "International Shifts in the Demand for Money".

⁸ Ver Kurt Schiltknecht, "Monetary Policy under Flexible Exchange Rates: The Swiss Case", en Karl Brunner, Manfred J. Neumann, eds., *Inflation, Unemployment and Monetary Control*, Collected Papers from the 1973-76 Konstanz Seminars, Supplements to Kredit und Capital, Berlin, 1979, p. 8.

adopta siempre sus metas monetarias algunas semanas después que lo ha hecho el Bundesbank Alemán.

El problema de esta opción es que las estimaciones de los parámetros generalmente no son muy confiables, incluso un cambio de política puede alterar los parámetros. Con el objeto de tener en cuenta los errores acerca del tamaño de los parámetros y, probablemente aún más importante, acerca de los futuros valores de las variables en cuestión, los bancos centrales pueden establecer que sus metas de oferta monetaria estarán condicionadas a la precisión de sus estimaciones. Sin embargo, tal como lo han demostrado Finn Kydland y E.C. Prescott, los ajustes iterativos en los parámetros pueden no producir convergencia⁹. Más aún, si se excluye la posibilidad de que los bancos centrales usen los errores de predicción sobre los valores de los determinantes para justificar desviaciones de sus metas de oferta monetaria que, de hecho, son de naturaleza discrecional, tendrían que anunciar también sus estimaciones paramétricas de modo que el público pudiera verificar la regla de retroalimentación que se está usando para la revisión de las metas.

3ª Opción: Períodos de anuncios más breves o bandas más amplias: En momentos de gran incertidumbre, los agentes económicos tienden a abreviar el plazo de sus compromisos o insistir en cláusulas de salvaguardia. Esto es válido también para los compromisos que adoptan las autoridades monetarias. Mientras Giersch ha considerado la posibilidad de períodos de anuncios más breves (o mejor dicho, no alargar los períodos es lo que él habría preferido)¹⁰, el Bundesbank ha preferido una meta de bandas.

Sin embargo, así como a los agentes económicos les conviene preferir contratos reajustables más bien que períodos de madurez más cortos o compromisos más vagos, cada vez que la fuente de la acrecentada incertidumbre puede ser medida por indicadores ex post, del mismo modo conviene que las autoridades monetarias expliquen con antelación los indicadores que intentan utilizar para ajustar sus metas y señalar los parámetros de su método de ajuste inducido (opción 2ª).

4ª Opción: Expansión monetaria anunciada sujeta a restricciones de niveles de precio: Si tal como se supone aquí, la estabilidad del nivel de precios es la finalidad de la política monetaria, no hay duda alguna que las metas monetarias deben ser revisadas si resultan ser incompatibles con esta finalidad (más allá de lo transitorio). El nivel de precios, sin embargo, no es sólo el fundamental y, por lo tanto, indiscutible indicador de la adecuación de la política monetaria, sino más bien un indicador tardío. Si la inflación (deflación) ya está teniendo lugar y por algún tiempo, o si la deflación ya está procediendo a una velocidad excesiva y desestabilizante, la corrección de las metas y las políticas monetarias llegará demasiado tarde para detener la continuidad del proceso durante por lo menos otro año. Lo que uno desearía tener es un "indicador de advertencia temprana" de los errores que se presentan en los desplazamientos internacionales de la demanda de dinero.

⁹ Finn E. Kydland and E.C. Prescott, "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy* Nº 3, 1977.

¹⁰ Giersch, op. cit., pág. 14.

5ª Opción: Metas de tasas de cambio nominales: Estas consideraciones explican el porqué algunos autores se han preguntado si los problemas que surgen por movimientos internacionales imprevisibles de la demanda de dinero pueden ser resueltos por un retorno de la expansión monetaria anunciada con anticipación hacia tasas de cambios, y por qué el Swiss Nationalbank ha actuado en esta forma al fijar un techo al tipo de cambio del DM con el FS¹¹. Las presiones cambiarias tenderían entonces a reflejar exactamente los movimientos internacionales de la demanda de dinero en forma inmediata, y las autoridades monetarias sólo tendrían que ajustar sus ofertas de dinero de manera de mantener el tipo de cambio constante. En tanto la demanda de sustitución entre dineros internos y activos financieros fueran satisfechos a través de operaciones de mercado abierto, la demanda por sustitución de monedas se efectuaría a través de intervenciones en los mercados cambiarios o a través de intervenciones de mercado abierto en sentidos opuestos en ambos países.

La sustitución entre monedas puede debilitar la moción en contra de la fijación de tasas de cambio, pero no lo suficiente como para establecer que lo contrario sea cierto. Puesto que este no es el lugar apropiado para exponer un cambio de ideas exhaustivo del debate sobre tasas fijas versus tasas flexibles de cambio, me limitaré al punto fundamental que, al fijar su moneda en comparación con otra, un banco central pierde el control sobre su nivel de precio interno; significa que importa la política monetaria. Para evitar esta desventaja, se podría sugerir una fijación de cambio reptante y preanunciada con respecto, por ejemplo, frente al US\$, donde la velocidad del ajuste sería determinada por la diferencia de tasa de inflación deseada más la tendencia del tipo de cambio real con relación al dólar. Pero tal anuncio anticipado no es prometedor, a menos que la política monetaria de los Estados Unidos y las variaciones reales de la tasa de cambio con relación al dólar sean predecibles. La sustitución misma de monedas muchas veces se debe al hecho de que tal predicción se encuentra ausente. En estos casos un tipo de cambio reptante (*crawling peg*), anunciado con anticipación, sólo sería una solución satisfactoria para el problema si éste, desde ya, no existiera en primer lugar.

6ª Opción: Anuncios de expansión monetaria sujetos a restricciones cambiarias reales: En vista de las dificultades que la incertidumbre respecto a políticas monetarias externas acarrea para un tipo de cambio reptante anticipadamente anunciado, con relación a las tasas nominales de cambio, algunos economistas —entre los cuales destaca el Optica Group, nombrados por la Comunidad Económica Europea y el German Sachverständigenrat (Consejo de Asesores Económicos)— han sugerido que desplazamientos internacionales no predecibles de la demanda de dinero debieran ser tratados anunciando las metas monetarias, sujetas a la condición de que los tipos de cambio reales no varíen demasiado¹². Efectivamente, tanto el Bundesbank y el Nationalbank han indicado que su política de intervención frente al dólar está dirigida a la estabilidad de tipos de cambio reales.

¹¹ Ver Faffer, op. cit., p. 35; Giersch, op. cit., pág. 11.

¹² Optica Report 1976, Study Group on Optimum Currency Areas, inflation and Exchange Rates, Commission of the European Communities, D.G.II (Brussels, 1977), pp. 83 ff., esp. p. 88. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 1978-1979, Stuttgart, Mainz, págs. 405-6, 411.

Emplear un criterio de tasas de cambio reales para actuar con desplazamientos internacionales en la demanda por dinero es equivalente a emplear criterios de tasas de interés real para operar con desplazamientos de preferencias de carteras de valores entre monedas y otros activos internos. En ambos casos, los cambios de precios relativos se presume que señalan cambios en la demanda de dinero. Tales cambios, sin embargo, pueden también ser de naturaleza no monetaria, y aunque hay un componente de tendencia en las variaciones de tipo de cambio real de postguerra, no todas las grandes y repentinas desviaciones de ello son señales de alteraciones monetarias y debieron evitarse¹³. Un cambio grande y abrupto en las tasas de cambio reales puede deberse probablemente a: 1) un desplazamiento internacional repentino de la demanda de bienes y servicios ("moda"); 2) un repentino impacto de oferta (por ejemplo un cambio en el precio del petróleo causado por el fracaso del cartel OPEC, un descubrimiento de nuevas reservas petrolíferas, o un disturbio político); y/o 3) diferencias internacionales en cambios no esperados en la oferta y demanda de dinero.

Si uno de los dos primeros factores es el que corresponde, la moción en contra de una política monetaria compensatoria (counteractive) es equivalente al argumento en favor de movimientos preestablecidos en los tipos de cambio reales. Si es el tercer factor el que corresponde, deben distinguirse tres aspectos. En primer lugar, la variación en el tipo de cambio real es causada por una aceleración divergente e inesperada (o desaceleración) de la expansión monetaria externa, la política monetaria interna no debiera tratar de impedir la apreciación transitoria real de la moneda nacional, porque al hacerlo significaría aliarse con los países extranjeros en su aceleración o desaceleración monetaria y, en esa forma, abandonar las metas internas de niveles de precios. Si se trata del segundo factor, la variación en el tipo de cambio es causada por modificaciones imprevistas de los determinantes reales de demanda por el dinero externo. Una política monetaria diseñada para evitar cambios reales en los tipos de cambio, probablemente permitirá la transmisión total de cualquier alteración real externa y, muy posiblemente, un mayor trastorno para el producto del país de origen, en lugar de política pasiva¹⁴.

El ajuste monetario total puede justificarse sólo en la medida en que las variaciones reales significativas, más allá de lo normal en los tipos de cambios, sean atribuibles a cambios inesperados en la demanda por dinero interno, por ejemplo, a un movimiento internacional de la demanda por dinero entre la moneda interna y activos externos. Sin embargo, debido a que cambios "masivos y abruptos" de la tasa real de cambios no son necesariamente causados por tales movimientos o trastornos, no pueden ser,

¹³ Ver Jürg Niehans, "Dynamic Purchasing Power as a Monetary Rule", en John S. Chipman and Charles P. Kindleberger, eds., *Flexible Exchange Rates and the Balance of Payments* (North Holland, 1980); Harmen Lehment, op. cit., Roland Vaubel, "An Europe-wide Parallel Currency", in Samuel I. Katz, ed., *U.S. European Monetary Relations* (Washington, D.C.: American Enterprise Institute, 1979), pp. 181-83; y Genberg, "Purchasing-Power Parity as a Rule for a Crawling Peg", in John Williamson, ed., op. cit.

¹⁴ Ver el ejemplo numérico usado por Jürg Niehans, op. cit.

como tales, un indicador automático de la necesidad de desviación de la meta de expansión monetaria¹⁵.

7ª Opción: Medidas para reducir la sustitución de moneda: En vista de estas dificultades, es tentador ocuparse del problema de política que se presenta por movimientos internacionales impredecibles de la demanda de dinero a través de medidas para reducir la sustitución de monedas. Esta es la "solución" que Kareken y Wallace han recomendado y que el Nationalbank y, en menor medida, el Bundesbank han ensayado con poco éxito¹⁶.

Hay muchos argumentos poderosos y bien conocidos que demuestran que las restricciones de los movimientos monetarios internacionales pueden ser muy costosas (en la medida en que ellas sean capaces de reducir del todo tales movimientos). Más aún, es probable que sean ineficaces en reducir las variaciones en las tasas cambiarias debido a que dichas variaciones están dominadas por cambios en las expectativas de demanda y oferta futuras de dinero. Si las expectativas de tipos de cambio varían entre los extranjeros y los residentes del país en igual proporción (lo que parece típico)¹⁷, la ausencia de sustitución efectiva de monedas no impide los movimientos cambiarios y, por ende, contribuye también a la variación en los niveles de precios. Las medidas tendientes a reducir la sustitución entre monedas no sólo fracasan en la solución del problema, sino que ni siquiera lo evitan.

Conclusiones

El análisis de las distintas opciones de política demuestra que no existe una solución clara de corto plazo para los problemas causados por los movimientos internacionales de la demanda de dinero. La única solución clara es olvidar el problema en el mediano y largo plazo: el retorno a la estabilidad de niveles de precio en todos los grandes países industriales.

Mientras tanto, ¿cuál debiera ser la conducta de los bancos centrales nacionales? Debido a que dichos desplazamientos no parecen ser suficientemente predecibles y ni siquiera claramente verificables, ¿debieran las autoridades que dirigen la política monetaria conducirse como si estos desplazamientos no existieran y se ajustaran firmemente a sus metas tradicionales, aun cuando existiera evidencia de que los movimientos son

¹⁵ Con relación a Alemania, esta conclusión parece verse apoyada por la observación de Lehment y Langfeldt, en el sentido de que las disminuciones inexplicables de la velocidad del ingreso interno de M1 con frecuencia no se encontraban acompañadas de la apreciación del tipo de cambio real en 1973-1978. Sin embargo, como lo acepta Lehment, sus cantidades residuales no pueden ser interpretadas como indicador de la tendencia internacional de la demanda de dinero, porque ellas pueden también reflejar tendencias de demanda entre dinero y bienes internos no monetarios, y por causa del uso de un agregado monetario (M1), que no incluye las tenencias de dinero en manos de extranjeros, deben considerarse como una indicación momentánea de un aumento inexplicable de la demanda de saldos reales (o sea, una disminución inexplicable de velocidad), cuando el aumento de las tenencias de dinero de los residentes es causada en realidad meramente por la disminución de la demanda de dinero de parte de los extranjeros.

¹⁶ John Kareken y Neil Wallace, "International Monetary Reform: The Feasible Alternatives," *Federal Reserve Bank Minneapolis Quarterly Review*, Summer 1978, p. 7, ver Gottfried Haberler, "Flexible Exchange Rate Theories and Controversies Once Again", en John S. Chipman and Charles P. Kindleberger, eds., op. cit.

¹⁷ Idem, ver pág. 5, Nº 1.

sustanciales? , o ¿debieran las metas de oferta de dinero ser “condicionales”, según el funcionamiento de la tasa de cambio real? , o ¿dejarse de lado totalmente?

Concuerdo con aquellos que consideran que un preanuncio es una condición previa indispensable para un funcionamiento satisfactorio de un sistema de tasas de cambio flexible. Sin los fidedignos anuncios previos de largo plazo de los reglamentos que gobiernan la expansión monetaria futura, las expectativas son inestables y las tasas de cambio erráticas¹⁸. En la medida en que los desplazamientos internacionales de la demanda de dinero pueden mostrar ser una función de variables más o menos predecibles, como, por ejemplo, crecimiento del ingreso real interno y externo, de tasas de interés internacionales relativas, tales desplazamientos debieran ser tomados en cuenta al formularse las metas de oferta monetaria (opción 2a). Las metas debieran entonces ser sometidas a revisión automáticamente conforme a la estimación de los parámetros (que debieran ser publicitados), si esas variables contienen valores distintos de los esperados.

En la medida en que los desplazamientos internacionales de la demanda de dinero no puedan ser rastreados hacia el pasado hasta encontrar una relación suficientemente simple y confiable, bandas de metas algo más amplias de expansión monetaria preanunciadas pueden ser defendidas. Cambios repentinos en las tasas de cambio reales pueden dar lugar a ajustes dentro del límite, pero sólo si no pueden ser atribuidos razonablemente a causas ajenas a los desplazamientos internacionales de la demanda por dinero. Es lógico que una cláusula de emergencia tan limitada de expansión monetaria no deje de tener riesgos. Como lo dijo Friedman en 1967: “Políticas monetarias pueden contribuir a compensar disturbios mayores del sistema económico que proviene de otras fuentes, aunque la experiencia no es muy estimulante en el sentido de lo que puede hacerse sin ir demasiado lejos. La experiencia sugiere que la senda más sabia es emplear la política monetaria explícitamente para compensar otros tropiezos únicamente cuando ofrecen ‘un peligro presente y claro’ ”¹⁹.

¹⁸ Esto lo predijo Meade hace años: “El sistema de tasa de cambio fluctuante operará con todo provecho solamente si se halla cimentado sobre una base sólida de razonable estabilidad interna en los países principales... Si (los tenedores de dinero) no pueden confiar en un nivel general de precios y costos internos razonablemente estables, entonces tendrán que especular no sólo en cuanto a factores reales internos que rodean el futuro, sino también en las políticas financieras internas futuras... Es posible que esta especulación en contra de la moneda pueda ser la causa de los males mismos cuyo temor ha motivado la especulación en primer lugar. (James E. Meade, “The case for variable exchange rates”, Three Banks Review, N° 27, 1955.)

¹⁹ Milton Friedman, “El Rol de Política Monetaria”, American Economic Review, vol. 58, N° 11, 1968, p. 14. En cierto sentido, naturalmente, desplazamientos internacionales en la demanda de dinero siempre se deben a política monetaria, pero puede tratarse de cambios en la política monetaria extranjera lo que los induce.

**EL PAPEL DE LOS BANCOS CENTRALES:
LA EXPERIENCIA EUROPEA**

Dr. Pascal Salin
Universidad de París — Dauphiné
Francia

Introducción

El Sistema Monetario Europeo (European Monetary System-EMS) comenzó a operar el 14 de marzo de 1979, y ya puede evaluarse la forma en que trabaja.

Desde hace tiempo se ha venido pensando que la unidad monetaria sería un complemento para el mercado común de productos. Esta idea es correcta hasta cierto punto, ya que el propósito de un mercado común es permitir que los participantes escojan, como compradores, sobre una base netamente competitiva, en todo el territorio europeo, sin tener que preocuparse del origen nacional de los productos. Sin embargo, se piensa que este propósito se logra con mayor dificultad si las variaciones en los tipos de cambio reintroducen diferenciaciones entre los sistemas nacionales. No obstante, este argumento es insuficiente por dos razones:

- i) Las variaciones habidas en los tipos de cambio no tendrían un “efecto desintegrador”, si el principio de paridad del poder comprador fuera verdadero, aun a muy corto plazo; en otras palabras, si las fluctuaciones de día en día en el tipo de cambio fueran iguales a los cambios en las variaciones de precio. Un importante motivo de discrepancia entre las variaciones de precio y el correspondiente tipo de cambio —es decir, para variaciones en el tipo de cambio real— es el hecho de que la información no es perfecta. En ese sentido, la unificación monetaria —por lo menos si se presume que ésta significa tipos de cambio fijos— es un sustituto para una mejor información sobre los precios en distintos países. Más adelante se volverá sobre el problema de información.
- ii) La Unificación Monetaria, según se entiende en Europa, no es exactamente similar a un mercado común de monedas, y aun podría argüirse que es enteramente lo contrario. De hecho, no existe rivalidad alguna entre monedas dentro de cada país europeo, ya que la moneda nacional se beneficia por su posición monopólica en cada

país. Tipos de cambio fijos significan que —en cuanto al financiamiento de operaciones intraeuropeas— las autoridades monetarias tratan de ofrecer monedas que sean sustitutos perfectos, lo cual, a su vez, implica una coordinación de políticas monetarias. Sin embargo, no debe olvidarse que la rivalidad lleva a que cada productor trata de diferenciar su producto —en calidad, especificaciones o precios— del de sus competidores. Tipos de cambio fijos expresan más bien lo contrario de la competencia, es decir, la creación de un “cartel”. De esta manera, se observa en el campo monetario un ejemplo de la tendencia general de la integración europea de cambiar el concepto de “mercado común” por el de “políticas comunes”, que podrían resultar exactamente lo opuesto.

Las autoridades europeas y la opinión pública siempre han aceptado el criterio tradicional, según el cual “unificación monetaria” significa tipos de cambio. Además, nunca han considerado que la organización tradicional de sistemas monetarios debiera modificarse. Particularmente, las características principales de estos sistemas permanecieron sin cambio: son nacionales, piramidales y administrados por el Estado, es decir, un banco central está a cargo del control monetario en cada país. Sería interesante explorar las posibilidades que existen para cambiar estas características y evaluar las consecuencias de tales cambios. Sin embargo, en este trabajo no se discutirán en detalle otros posibles sistemas monetarios¹, más bien se concentrará la atención en las inferencias de las intervenciones de los bancos centrales con propósitos de bienestar social. Un examen más minucioso de la experiencia europea con respecto a la integración monetaria puede ayudar a solucionar un problema importante, cual es, si las economías abiertas —especialmente las pequeñas— deben ingresar a un proceso de integración monetaria. Milton Friedman, por ejemplo, estima que un país pequeño tiene que vincular o relacionar su moneda con la de un país más grande, y cita a Chile como uno de esos casos². Sin embargo, no comenta la solución adoptada por los países europeos, donde varios países pequeños o de tamaño medio vinculan sus monedas con el fin de independizarse de los países grandes y establecer una organización entre “iguales”. ¿Es que tal solución puede ser recomendada a países pequeños o de tamaño medio? ¿O es que debe encontrarse todavía un posterior sistema? Estas son preguntas importantes sobre las cuales nos gustaría decir algo sin tener que tratar los asuntos en profundidad.

En la Sección I se propone un modelo muy sencillo de unión de monedas, que nos ayudará a evaluar el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo (“EMS”). En la Sección II se recuerdan los principales mecanismos del Sistema Monetario Europeo (“EMS”), los que deben ser conocidos a fin de utilizar nuestro sencillo modelo para efectuar la evaluación. Después de haber considerado las reglas y su coherencia, se examina el funcionamiento mismo del (“EMS”) (Sección III), utilizando no sólo el criterio oficial de estabilidad de tipo de cambio, sino también otros

¹ Se sugiere una tipología de sistemas de tipo de cambio y monetario en nuestro trabajo “La Economía Política de Enfoques de Alternativa a la Integración Monetaria”, Firenze, Colloquium sobre Nuevos Enfoques Económicos en el Estudio de la Integración Internacional, junio 1979 (se publicará en un libro editado por Pierre Salmon).

² Milton Friedman ha expresado este punto de vista en su trabajo “Sistema Monetario para una Sociedad Libre”, presentado en la reunión de la Sociedad Pélerin, en Viña del Mar, 1981.

criterios sugeridos por nuestro modelo inicial. En la Sección IV se trata de responder si el Sistema Monetario Europeo otorga algún bien público, lo cual justificaría el hecho de que este sistema esté administrado por bancos centrales y no sencillamente por el mercado. En la Sección V se analizan las razones que existen para considerar la integración monetaria, y en la Sección VI se explica la posible organización monetaria de una pequeña economía abierta.

1 – Un modelo muy sencillo de unión de monedas

Se presume que existe una unión de monedas entre n países y una moneda nacional y un banco central en cada país. Por el momento se utiliza la definición tradicional para “unión de monedas”, es decir, un sistema de tipos de cambio fijos entre los países participantes³, en tanto que existen tipos de cambio flotantes entre estos países y los que están fuera de la zona. Se supone el caso extremo de que los tipos de cambio flotantes permiten un aislamiento perfecto, de manera, por ejemplo, que las políticas monetarias o los tipos de cambio en un país son totalmente independientes de lo que ocurre en otro, fuera de la unión.

El funcionamiento de la unión de monedas puede así ser descrito simplemente por las siguientes ecuaciones:

$$(1) \quad M_{zj} = \sum e_{ij} M_i \quad (i = 1 \dots n)$$

$$(2 \dots n) \quad e_{ij} = f(M_i, M_j, k_i)$$

donde M es la cantidad de dinero, e es el tipo de cambio y k es una variable sustitutiva. El subíndice z se refiere a la zona, los subíndices i y j a los países i y j , pertenecientes a la zona. La moneda del país “ j ” es el numerario. Cuando el valor de una variable es expresado en términos de este numerario, hay un segundo subíndice j . Así M_{zj} es la cantidad de dinero en la zona de moneda, en términos de moneda: j ; e_{ij} es el tipo de cambio entre la moneda i y el numerario j . Pero M_i es la cantidad de unidades de la moneda i (por lo tanto, está definida en términos de moneda i).

El modelo de determinación de tipo de cambio indicado arriba es la forma reducida de un modelo macroeconómico completo de la zona. En vista de que hay n monedas en la zona, existen $n-1$ tipos de cambio entre cualquier moneda y la que es escogida como numerario j , de manera que existen $n-1$ ecuaciones para determinar los tipos de cambio. En la ecuación para un tipo de cambio dado, por ejemplo, entre la moneda i y la moneda j , sólo dos variables están explícitamente indicadas, la cantidad de monedas i y la cantidad de monedas j . Todas las demás variables están incluidas en la variable sustitutiva k , que puede ser, por ejemplo, una para tasas de interés o para la cantidad de dinero en otros países o para los factores que influyen los tipos de cambio reales, etc.

³ De hecho, la unificación de monedas no necesariamente implica tipos fijos de cambio. Ver nuestro libro *Unidad Monetaria Europea: ¿a quién beneficia?*, Ipswich, Mass., Ipswich Press, 1980 (con prólogo de Friedrich Hayek). Traducción al español: *La unidad monetaria europea: otro monopolio*, Madrid, Instituto de Economía de Mercado, 1982 (con una presentación de Pedro Schwartz).

El objetivo de este trabajo no es discutir la teoría de determinación de tipo de cambio, sino sólo tratar de llegar a ciertas conclusiones con respecto a lo que puede ser aceptado como principales características de esta teoría y su aplicación a la teoría de uniones de monedas. Ahora se formularán dos simples suposiciones, es decir, que $k_i = 0$ a largo plazo y que $k_i \neq 0$ a corto plazo. En otras palabras, se supondrá que los tipos de cambio están determinados a largo plazo por la hipótesis de poder comprador (PPP) —la ley de un precio— y una determinación de precios meramente monetaria.

- (1) Se examinará en primer lugar el funcionamiento *a largo plazo* del sistema. Hay n ecuaciones y $2n$ variables (n cantidades de dinero, M_3 , $n-1$ tipos de cambio). A fin de que el sistema sea coherente, n variables deben ser exógenas y n variables deben ser endógenas.

El funcionamiento de un sistema de tasas flotantes es bien claro: las autoridades monetarias de cada país determinan M (o el tipo de cambio de M) en forma independiente y existe una determinación endógena de los tipos de cambio y de la cantidad de dinero en la zona (en términos de un numerario dado).

Obviamente, un sistema de tipo de cambio fijo significa que los tipos de cambio $n-1$ son exógenos⁴. A fin de que el sistema sea totalmente determinado, otra variable tiene que ser exógena. Con ese fin existen varias posibilidades, de manera que hay también diferentes tipos de sistemas monetarios. Las autoridades monetarias pueden escoger, como variable objetivo (una variable exógena), ya sea M_3 o una de las cantidades nacionales de dinero. Se dará una mirada a cada posibilidad.

(i) *Solución a*

En este sistema —que es el más sencillo— una de las monedas nacionales es la “moneda-clave”: todos los bancos centrales intervienen en términos de esta n ava moneda, excepto el banco que la emite. Las políticas monetarias de los bancos que intervienen tienen que ser pasivas (no deben neutralizar las influencias externas sobre la cantidad de dinero nacional). El patrón dólar es un ejemplo de tal sistema. Fue un sistema sólido sólo porque el “Banco Federal” no intervino en el mercado cambiario. La política de “negligencia benigna” de EE.UU. —frecuentemente criticada por otros países— fue necesaria para que el sistema fuera correctamente determinado. Sin embargo, tales sistemas asimétricos, que otorgan un rol específico a una moneda y a un país, no son fácilmente aceptados, excepto principalmente en áreas monetarias heredadas de una organización colonial (zona del franco, área de la libra esterlina, etc.). Nunca han sido propuestos, por ejemplo, para la Comunidad Económica Europea (“CEE”), donde se supone que todos los países son iguales.

⁴De hecho, existe una clase más amplia de sistemas de tipo de cambio, donde la tasa de variación del tipo de cambio es exógena (por ejemplo, el banco central anuncia una variación semanal o mensual):

$$de/dt = f(t)$$

donde t representa el tiempo. La función $f(t)$ puede ser una constante; en tal caso la tasa de variación del tipo de cambio es constante. Un sistema de tipo fijo corresponde al caso especial donde $de/dt = 0$.

En otras palabras, el país de la moneda-clave tiene una política monetaria y el país periférico tiene una política de cambio, lo que significa que cada país respeta el reglamento, de acuerdo con el cual un país no puede tener a la vez una política monetaria y una política de tipo de cambio a largo plazo. En cuanto al país de la moneda-clave, éste puede seguir un reglamento monetario o decidirse por una política monetaria completamente discrecional. En cuanto al país periférico, a menudo surgen problemas, en tanto que el sistema monetario sea piramidal, sin un reglamento de 100% de reservas internacionales. Si las reservas internacionales descienden a una baja proporción del total del activo del banco central, el monto de moneda nacional puede fluctuar enormemente, lo que significa que el banco central está siguiendo una especie de "política cambiaria sucia", una política monetaria que interfiere con la política de tipo de cambio.

El ejemplo chileno en los años recientes es interesante, ya que es un caso exitoso de una "política pura de tipo de cambio", es decir, una política de tipo de cambio sin interferencias provenientes de una política monetaria independiente. Además, la meta de la política de tipo de cambio no ha sido una tasa fija dólar/peso, sino una variación predeterminada en el tipo, hasta 1981.

La existencia de un reglamento de 100% de reservas internacionales protege al sistema monetario de posibles inconsistencias (entre una política de tipo de cambio y una política monetaria). Sin embargo, no significa necesariamente una estabilidad monetaria, ya que el país importa las fluctuaciones monetarias desde el país de la moneda-clave. El estar ligado a un país donde la política monetaria sea estabilizadora y donde, si fuera posible, se siga un reglamento monetario que otorgue información al país periférico con respecto al posible curso de los acontecimientos futuros, salvaguarda los intereses del país periférico.

(ii) *Solución b*

Otra única solución⁵ es la de escoger a M_3 como la n ava variable objetivo. Ahora, M_3 no puede ser observada directamente y sólo puede conocerse sumando todos los M_i . En otras palabras, no existe institución alguna a cargo del manejo de M_3 (por ejemplo, la cantidad de dinero europeo). Por lo tanto, sólo hay dos maneras prácticas para implementar la solución b:

— Cada país determina su cantidad de dinero en forma independiente y el sistema está sobredeterminado. De tiempo en tiempo una u otra variable objetivo debe ser ajustada, lo que significa que deja de ser variable objetivo: existen ya sea variaciones en la paridad o variaciones en las políticas monetarias. Lo que comúnmente se llama una "crisis de moneda o circulante" no es otra cosa que la consecuencia explícita del funcionamiento de un sistema que ha sido

⁵ Aquí no se considera el caso en que existe una $n+1$ ava variable. Un ejemplo de tal sistema es el del patrón oro. Este sistema es coherente y todos los países están en igualdad de condiciones. También a menudo ha sido propuesto el que una $n+1$ ava moneda manejada por el hombre —una moneda internacional— sea creada; pero existen riesgos de mal manejo que no existen en el sistema de patrón oro.

erróneamente diseñado. A largo plazo, los países no pueden tener a la vez una política monetaria y una política de tipo de cambio.

— La segunda posibilidad de implementar la solución b ocurre cuando existe alguna clase de coordinación de políticas; por mutuo acuerdo, cada autoridad monetaria determina su cantidad de dinero (o tasa de crecimiento), de manera que la suma resulte igual al valor objetivo de M_3 . Generalmente, se considera que este sistema de organización, que a menudo se denomina de “cooperación monetaria”, es la mejor solución, tal vez porque parece significar que los seres humanos están capacitados para ponerse de acuerdo entre sí, de ser amigos y no enemigos, como lo sugiere la palabra “cooperación”.

Sin embargo, el hecho de que esta solución —como lo son muchos otros problemas económicos— sea considerada desde el punto de vista moral, no significa que este sistema sea la mejor solución para la organización monetaria internacional. En nuestra opinión, es más bien la mejor solución después de la primera, si, por ejemplo, no se desea tener tasas flotantes, o no existe una $n+1$ ava moneda (por ejemplo, oro), o la solución a no sea aceptada por ser asimétrica, entonces existe una necesidad para la común determinación de M_3 ; la cooperación es “mejor” que la no-cooperación, pero es posible que otros sistemas sean “aún mejores”.

Sin embargo, la falta de información es un importante obstáculo que torna esta solución algo dudosa. Todo el mundo conoce las dificultades prácticas a que se enfrenta la administración monetaria en un solo país (por ejemplo, con respecto a la definición de la cantidad de dinero que debe controlarse, la estabilidad del multiplicador de dinero, las fluctuaciones a corto plazo en la demanda de dinero, etc.). El conocimiento obtenido por los bancos centrales no es —y puede que nunca sea— suficiente como para lograr una satisfactoria coordinación de políticas. Por lo tanto, errores en cuanto a la correcta tasa de expansión monetaria en cada país pueden causar problemas insuperables, imposibilitando la fijación de tipos de cambio.

Tanto en la solución a como en la solución b puede considerarse que existe sólo una moneda en el área monetaria, al menos cuando se logra una perfecta fijación en el tipo de cambio, ya que esto implica que todas las monedas nacionales sean equivalentes, excepto en lo que se refiere al aspecto no esencial de la denominación. A fin de efectuar una comparación con una supuesta organización industrial, podría decirse que resulta un beneficio al existir varias firmas, que vendrían a ser los distintos bancos centrales o los distintos sistemas bancarios nacionales. La solución a es similar a una organización industrial jerárquica que posee una casa matriz (el banco central o el sistema bancario que emite la moneda-clave) y varias subsidiarias (los demás bancos centrales o sistemas bancarios nacionales), lo cual no se contrapone a que cada firma sea un centro de utilidades (la utilidad sigue siendo el beneficio de acuñación en el caso del dinero).

La solución b es similar a un “cartel”, donde cada firma (o, en este caso, cada banco central o sistema bancario nacional) está en iguales condiciones con las demás. El “cartel” decide su objetivo común, por ejemplo, la tasa de crecimiento de su producción (la cantidad de dinero), y

determina la cuota que le corresponderá a cada miembro. Sin embargo, como es bien sabido, el "cartel" es una organización inestable, ya que siempre existe la posibilidad de que uno o varios miembros encuentren que es más provechoso ser libre participante (participantes de fuera del cartel que ganan por actividades del cartel)⁶. Esta puede ser la principal explicación de la "crisis monetaria" que se mencionó anteriormente.

- (2) Si se retorna a la idea de *corto plazo*, existen n grados de libertad, adicionales, ya que $k_i \neq 0$. Nuevamente se presentan varias posibilidades, especialmente porque los k_i son variables sustitutivas para un cierto número de variables que pueden ser usadas como objetivos por las autoridades, o ser endógenas. Se considerará, por ejemplo, el caso en que las autoridades monetarias de la zona aplican políticas monetarias independientes dentro de un sistema de tipos de cambio fijos. En tal caso los k_i se ajustan a los tipos de cambio y a las cantidades de dinero. Por tanto, existe un impacto de políticas monetarias y de tipo de cambio sobre las variables, tales como las tasas de interés y/o los tipos de cambio, reales y/o las expectativas monetarias y de tipo de cambio, que pueden ser componentes de la variable sustitutiva k_i . Sin embargo, si las distintas políticas monetarias no son compatibles con el largo plazo, las variables que están resumidas en k_i tienen que converger hacia sus valores de equilibrio de largo plazo. En comparación con un sistema de equilibrio estable a largo plazo, el uso de políticas monetarias independientes bajo un sistema de tipo fijo introduce variabilidad en tasas de interés, tipos de cambio reales, salarios, etc. Modelos existentes de determinación de tipo de cambio, en el corto plazo, tornan más explícita esta variabilidad.

El sencillo y formal modelo que se utiliza en esta sección ayudará a evaluar los principios y el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo.

II – Los mecanismos del Sistema Monetario Europeo

El objetivo de esta sección no es describir todas las características del Sistema Monetario Europeo, sino sólo enfatizar aquellas que son pertinentes a esta exposición. Como es bien sabido, las principales monedas de la Comunidad Económica Europea participan en el Sistema Monetario Europeo, con excepción de la libra esterlina. El principal objetivo de este sistema es imponer tipos fijos de cambio entre las monedas participantes, por lo menos dentro de un tramo, mientras que los tipos de cambio flotan en relación con las monedas extrañas al sistema (a pesar de que el verdadero sistema es uno de "flotación sucia"). La fijación interna de tipos de cambio implica intervenciones de los bancos centrales; y un complicado sistema de indicadores ha sido diseñado para ayudar en la determinación de las correspondientes responsabilidades de los bancos centrales.

⁶ Se ha desarrollado la idea de la organización monetaria europea del tipo "cartel" en la obra del autor (ver nota N° 3).

La necesidad de intervención podría ser determinada para toda clase de indicadores. Dos sistemas habían sido particularmente considerados con respecto del Sistema Monetario Europeo:

- Un sistema de tipo zigzagueante, como el que operó bajo el arreglo europeo “snake” (European snake arrangement) a comienzos de los años setenta: se crea una necesidad de intervención cuando el tipo de cambio bilateral entre dos monedas alcanza su grado más alto o más bajo. En un sistema así, está claro que a estas dos monedas les atañe o concierne la intervención, pero la discusión está abierta para debatir la opción del (de los) banco(s) central(es) participante(s). Esta decisión puede ser tomada mediante negociaciones diarias o por medio de reglamentos permanentes.

El sistema zigzagueante falló, porque se construyó de acuerdo con lo que se denomina “solución b” —la solución igualitaria—, sin regla precisa alguna para determinar el crecimiento de M_z . La experiencia de los países europeos durante los años setenta está de acuerdo con la idea de que un sistema de tipo de cambio fijo basado en decisiones discrecionales para la administración del dinero y en una multiplicidad de centros de decisión —supuestamente iguales— puede no funcionar.

- Un sistema “tipo-canasta” es aquel en que la necesidad de intervención está determinada por el hecho de que *una* moneda alcance su límite más alto o más bajo con respecto a la canasta de monedas (la Unidad Monetaria Europea “ECU”, por ejemplo). Es un hecho claro que el correspondiente banco central debe intervenir, pero lo que no está claro es en qué moneda. Aquí, nuevamente, pueden utilizarse decisiones discrecionales o un reglamento institucional.

El sistema actual trata de combinar ambos sistemas:

- La necesidad de intervención está determinada sobre una base bilateral, no permitiéndose que el tipo de cambio entre dos monedas se salga de un rango de 2,25%. En ese sentido el Sistema Monetario Europeo es similar al anterior sistema zigzagueante y no hay justificación para presentarlo como un sistema “nuevo”.

- Se ha diseñado un “indicador de divergencia” que no hace obligatoria ninguna acción, pero sí es una señal para una posible acción. El tipo de cambio entre cada moneda y la Unidad Monetaria Europea “ECU” —la canasta de monedas participantes— es computado cada día. Si una moneda alcanza el límite más bajo o más alto de su rango con respecto a la Unidad Monetaria Europea “ECU” (el rango es distinto para cada moneda debido a las distintas ponderaciones de las monedas dentro de la definición de Unidad Monetaria Europea “ECU”), se presume que existe el riesgo de que la correspondiente moneda pueda más adelante alcanzar su suelo o techo bilateral. En ese caso es posible que las autoridades monetarias decidan, por ejemplo, efectuar intervenciones discrecionales en el mercado de divisas, o hacer cambios en el tipo de cambio, o introducir modificaciones en sus políticas monetarias o fiscales. Por

tanto, el indicador de divergencia no es una regla automática en la administración monetaria, sino un modo de favorecer las decisiones y las negociaciones discrecionales entre las autoridades monetarias europeas.

Surgieron algunas dificultades bajo el sistema zigzagueante por el hecho de no existir una clara determinación en cuanto a cuál banco central tenía que ajustarse cuando se alcanzaban los límites del rango, en las relaciones entre dos monedas. El indicador de divergencia no ayuda mucho en ese sentido, o puede que dé una respuesta cuestionable a este problema. De hecho, supongamos que dos monedas no están lejos del límite de su rango común, pero que, con respecto a la Unidad Monetaria Europea "ECU", una esté cerca de su paridad y la otra lejos de ella, pero cerca del límite de su indicador de divergencia. ¿Por qué sería óptimo que se efectuara un ajuste por el banco central que emite la segunda moneda? Podría ocurrir, por ejemplo, que la política monetaria fuera más restrictiva en un país europeo que en todos los demás. Ahora, con respecto al indicador de divergencia, podría ocurrir que las autoridades europeas se vieran inducidas a solicitarle a su correspondiente banco central que efectuara un cambio en sus políticas y, además, a solicitar una política monetaria menos restrictiva. En realidad, la utilidad del dinero al estar vinculada con su capacidad de mantener su poder comprador, el criterio de optimización debería ser el mayor o menor grado de restricción de la política monetaria. En el ejemplo, todos los bancos centrales deberían decidirse por la adopción de una política monetaria más restrictiva, excepto aquel que ya la tiene.

Al escoger como norma para determinar la administración monetaria común europea utilizando el comportamiento "medio" de los bancos centrales en vez del comportamiento "mejor", los diseñadores del Sistema Monetario Europeo hicieron lo imposible por transformar la Comunidad Económica Europea en una "zona de estabilidad europea", contrariamente a lo que se ha venido suponiendo. Alternativamente, podría decirse que existen dos posibles interpretaciones del término "estabilidad monetaria": la falta de inflación o la fijación del tipo de cambio. Lo segundo no implica lo primero. Bajar la inflación implica la imposición de restricciones a las políticas monetarias nacionales en los países con más inflación. Pero el Sistema Monetario Europeo —como lo hizo el sistema zigzagueante— implica sólo una tasa de inflación común.

A pesar de sus tecnicismos, el Sistema Monetario Europeo no otorga mecanismo alguno, ninguna regla, para minimizar esta tasa de inflación común. Aun puede haber un sesgo inflacionario, ya que la creación excesiva de dinero puede extenderse por toda Europa. Los países con más inflación obtienen apoyo de los otros países por intermedio de los así llamados financiamientos de balanza de pagos.

A menudo se señala que el Sistema Monetario Europeo ("EMS") es un sistema nuevo —al comparárselo con el zigzagueante— por dos razones: la existencia del indicador de convergencia y porque, generalmente, se piensa que las autoridades monetarias están dispuestas a variar el tipo de cambio más a menudo de como lo hacían en el pasado. Ya se ha discutido el papel del indicador de divergencia. ¿Y qué pasa con la supuesta mayor "flexibilidad" del sistema?

Esta mayor flexibilidad no es una ventaja, ya que un sistema es tanto mejor cuanto más precisos sean sus reglamentos: un tipo (o una variación en el tipo) de cambio preanunciado permite que las personas se ajusten, lo cual no ocurre si a las autoridades monetarias se les permite modificar el tipo de cambio de un modo discrecional. Por lo tanto, las dos nuevas características del Sistema Monetario Europeo ("EMS") apuntan en la misma dirección, la discrecional (versus los reglamentos). Por lo tanto, existe el riesgo de que:

- En el corto plazo se siga tanto una política monetaria como un reglamento de tipo de cambio (fijación de los tipos de cambio);
- En el largo plazo no exista ni un reglamento monetario ni un reglamento de tipo de cambio.

En algún sentido podría decirse que las complejas técnicas del Sistema Monetario Europeo ("EMS") son sólo cambios superficiales diseñados, de tal modo que el público no pueda ver que el nuevo sistema es igual al anterior, que había fallado.

Básicamente es un sistema de tipos de cambios fijos:

- sin reglas para mantener fijos los tipos de cambio,
- sin reglas para obtener la estabilidad de precios.

El sistema tiene dos características adicionales: la creación de un Fondo Monetario Europeo y la creación de la Unidad Monetaria Europea "ECU". Se dará una mirada rápida a cada una de ellas.

— *El Fondo Monetario Europeo:*

Actualmente existe un Fondo común, dotado de US\$ 30 mil millones, aproximadamente. El Fondo que se creará recibirá 20% de las reservas de los países participantes, y será creado en Unidades Monetarias Europeas "ECU". Como en el caso del FMI, los préstamos son otorgados a los países que tienen "problemas de balanza de pagos". Tal práctica se opone a la lógica de un sistema de tipo de cambio fijo, lo cual indica por inferencia que la creación monetaria nacional se ajuste a los cambios que se produzcan en las reservas internacionales. Desgraciadamente, se ha transformado en hecho habitual, durante el siglo XX, ajustar las reservas a la cantidad de dinero. Este es el motivo por el cual la gente usa continuamente la expresión "falta de liquidez internacional", lo cual no tiene significado. Así, el país que está creando dinero en forma excesiva, obtiene derechos de acuñación y se le otorgan cuantiosos préstamos a bajas tasas de interés.

— *La Unidad Monetaria Europea "ECU":*

Se supone que la Unidad Monetaria Europea "ECU" —que es un promedio ponderado de las monedas europeas— es una nueva moneda. De hecho, no es más que numerario, utilizado para denominar activos y pasivos en transacciones efectuadas entre bancos centrales, y entre ellos y el Fondo Europeo. Pero la Unidad Monetaria Europea "ECU" no es dinero, ya que la característica del dinero es la de ser líquida, es decir, ser negociable por

cualquier otro bien, en cualquier momento y con cualquier persona. No es el caso de la Unidad Monetaria Europea "ECU", ya que ella sólo puede ser mantenida por bancos centrales. Los bancos centrales pueden abonarse recíprocamente en términos de Unidades Monetarias Europeas "ECU", pero no pueden intervenir en el mercado en términos de "ECU", lo cual significa que esta Unidad Monetaria no juega papel alguno en la regulación del dinero, y tampoco participa como un activo líquido para los individuos. La existencia de la Unidad Monetaria Europea "ECU" puede ser considerada como un modo de exigir una cierta diversificación de las carteras de los bancos centrales en términos de las distintas monedas europeas. Pero puede suponerse fácilmente que, al estar libres para hacerlo, estos bancos preferirían una diversificación distinta, ya que, por ejemplo, el oro, los dólares o el Deutsch Mark serían mejores tanto en términos de su poder comprador a largo plazo como en términos de su variabilidad al corto plazo.

Si en el futuro a los ciudadanos europeos se les permite mantener Unidades Monetarias Europeas, libremente, existiría alguna competencia limitada entre cada moneda nacional por un lado y el producto del "cartel" de los bancos centrales por el otro.

Para que la Unidad Monetaria Europea jugara algún papel, tendrían que existir ya sea tenencias privadas de dichas Unidades Monetarias Europeas "ECU", lo que tornaría posible la intervención de los bancos centrales, y/o una obligación de que mantuvieran una proporción dada de sus activos en Unidades Monetarias Europeas "ECU". En tales casos habría $n + 1$ monedas y la Unidad Monetaria Europea —la moneda $n + 1$ — podría jugar un papel en la regulación monetaria: todos los bancos centrales tendrían que ajustar su política monetaria a sus tenencias de Unidades Monetarias Europeas "ECU". Sin embargo, existiría un riesgo de mal manejo en la emisión de las Unidades Monetarias Europeas "ECU", tal como existe con el manejo del dinero nacional. Los mismos problemas de definición de reglamentos surgirían de hacerlos cumplir. No existe razón alguna para que este problema sea resuelto más fácilmente en el contexto europeo que en el contexto nacional. Existe más bien un mayor riesgo en que la multiplicidad de centros de decisión pueda tornar aún más difícil la tarea.

III — *El funcionamiento efectivo del Sistema Monetario Europeo: El éxito aparente y los costos ocultos.*

En tanto la meta del Sistema Monetario Europeo "EMS" haya sido la fijación de los tipos de cambio, podría argüirse que este sistema ha sido más o menos exitoso. De hecho, algunos ajustes de paridad ocurrieron, ya que se llevó a efecto una revaluación de 2% del marco alemán y una devaluación de 3% de la corona danesa, el 23 de septiembre de 1979; otra devaluación de la corona danesa de 5% el 29 de noviembre del mismo año, y una devaluación de 6% de la lira italiana, en marzo de 1981; ocurrió, además, una devaluación de 3% del franco francés y otra de 3% de la lira italiana y una revaluación de 5,5% del marco alemán y de 5,5% del florín holandés, el 4 de octubre de 1981. El 21 de febrero de 1982 el franco belga y la corona danesa fueron devaluados, y seguramente ocurrirán pronto otros ajustes de paridad.

Por lo tanto, sería una suposición extrema pensar que el Sistema Monetario Europeo dio lugar a tipos de cambio perfectamente fijos y, desde este punto de vista, puede sorprender el hecho de que, por ejemplo, las decisiones adoptadas en septiembre de 1979 fueron oficialmente consideradas como una prueba del buen funcionamiento del Sistema Monetario Europeo "EMS". En la práctica, si es que las palabras tienen algún significado, una variación de paridad en un sistema de tipos fijos de cambio significa que este sistema no funcionó bien. No se discutirá el hecho de que es mejor no haber esperado más, antes de decidir los ajustes de paridad que eran inevitables, de manera que los países europeos no tuvieran que sufrir las tradicionales "crisis monetarias" que han sido tan frecuentes en el pasado. Sin embargo, es extraño interpretar una variación de paridad como un éxito para el sistema de tipos de cambio fijos, ya que sólo significaría una de dos cosas:

- Que los reglamentos de un sistema de tipo de cambio fijo no han sido correctamente aplicados, lo que implica que el funcionamiento del sistema ha sido "malo";
- O que el sistema no ha sido correctamente diseñado.

Sin embargo, podría argüirse que estos cambios en la paridad no han sido muy numerosos ni de gran magnitud. Es cierto que durante el año siguiente a la primera realineación de las paridades, en 1979, no ocurrió otro cambio (con excepción del de la corona danesa). Por tanto, como el objetivo del Sistema Monetario Europeo "EMS" es la fijación del tipo de cambio, podría decirse que aparentemente el sistema ha funcionado bien. Pero tal declaración no es suficiente y habría que hacerse una pregunta adicional: ¿Cuál fue el costo de este aparente éxito?

El Sistema Monetario Europeo ha sido presentado como un mecanismo capaz de obtener estabilidad monetaria en Europa. Si es que la estabilidad monetaria significa que no se produjo inflación o esta fue menor, la aseveración es cuestionable. De hecho, los inventores del Sistema Monetario Europeo "EMS" han sido muy creativos al introducir técnicas precisas y sofisticadas al sistema, pero olvidaron toda regla a fin de determinar la tasa común de inflación al largo plazo en un nivel bajo. En términos de nuestro modelo indicado arriba, no hay regla alguna para la determinación ni de M_z ni de M_i , de manera que existe un importante riesgo de que el sistema sea sobredeterminado, en el que cada autoridad monetaria decide su política en forma más o menos independiente.

Si es que a las autoridades monetarias europeas no les es posible cooperar a fin de poner en práctica políticas monetarias nacionales convergentes (implicando, si fuera posible, una tasa de inflación decreciente), como parece ser el caso, las inconsistencias entre las distintas políticas monetarias podrían hacer peligrar la existencia misma del Sistema Monetario Europeo "EMS". Tal final podría ser considerado como probable, como ocurrió con el arreglo zigzagueante debido a la misma razón, y a pesar del aparente éxito del Sistema Monetario Europeo "EMS" en un comienzo.

De hecho, se ha recordado que un sistema de tipo de cambio fijo tiene algún grado de flexibilidad en el corto plazo debido a los posibles cambios de las variables k_i . Sin embargo, una excesiva variabilidad de k representaría un costo social. Ahora, la teoría de la determinación de tipos de cambio

en el corto plazo no es lo suficientemente confiable —y quizás nunca lo sea— como para que alguien efectúe computaciones precisas con respecto al costo de esta variabilidad en comparación con el que puede haber existido en otros sistemas. Los creadores y defensores del Sistema Monetario Europeo fueron muy hábiles en cuanto a que dieron una variable discernible —la fijación del tipo de cambio— como criterio de éxito, en tanto que el costo del desempeño es desconocido. Y han sido lo suficientemente hábiles como para encontrar un modo para obviar la única crítica posible: si las políticas monetarias nacionales son inconsistentes, las devaluaciones y revaluaciones que ocurran en el más o menos largo plazo deberían ser consideradas como pruebas de que el sistema de tipos de cambio *fijos* no funcionó bien. Pero se ha impuesto la idea de que esto significa que el sistema es flexible, lo cual, “a priori”, (deduciblemente) es considerado como algo “bueno”.

A fin de evaluar el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo “EMS”, a pesar del hecho de que no es posible obtener suficiente información, con respecto a la óptima variabilidad de k , es posible que no pueda hacerse más que escoger algunos indicadores, por ejemplo, tasas de inflación, tipos de cambio reales o tasas de interés.

Se verá en primer lugar las recientes tasas de inflación habidas en los países miembros del Sistema Monetario Europeo (Cuadro 1). Ha existido una aceleración de la inflación en todos los países desde la introducción del Sistema, de manera que se podría ser escéptico en cuanto a la habilidad del Sistema para crear una zona de estabilidad monetaria en Europa. Es cierto que Alemania adoptó una política menos restrictiva en 1979, de la que había tenido antes, a pesar de que es difícil saber si lo hizo para ayudar en el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo —lo cual significaría un costo del “EMS”— o si lo hizo con el fin de dar una respuesta positiva a las demandas (injustificadas) provenientes de sus socios europeos en favor de una política expansionaria alemana.

Bajo el Sistema Monetario Europeo “EMS” las tasas de inflación se comportaron en forma muy distinta entre país y país. Así, en 1980, la tasa de inflación en Francia fue de 13,7% y en Alemania de 5,5%. Era seguro de que el tipo de cambio tendría que variar en algún momento.

La mantención de tipos de cambio fijos en una situación de tasas de inflación divergentes tuvo consecuencias sobre los tipos reales de cambio, como se ve en el Cuadro 2, que da tipos reales efectivos de cambio para algunos países europeos, en años recientes. Al observar este Cuadro puede verse que:

- (i) Las variaciones en los tipos reales de cambio, en el largo plazo (desde marzo de 1973 a diciembre de 1980), son limitadas, lo cual está de acuerdo con la hipótesis PPP (Ley de un precio).
- (ii) En 1980, es decir, en un período en el que no han existido ajustes de tipos de cambio en el Sistema Monetario Europeo “EMS”, hubo importantes variaciones en los tipos reales de cambio. Por ejemplo, hubo una disminución de 7,3% en el tipo real de cambio en Alemania y 5% en Bélgica. Estas cifras son altas en comparación con la evolución de los tipos reales de cambio a largo plazo. Estas variaciones

involucran un costo, ya que implican variaciones en los precios relativos.

El caso de Alemania en 1980 fue interesante desde otro punto de vista; de hecho, el marco alemán ha estado próximo a su límite más bajo de fluctuación durante largo tiempo, contrariamente a lo que puede esperarse de una simple aplicación de la teoría PPP a la determinación de los tipos de cambio en el corto plazo, lo que sólo significa que la teoría PPP no funciona en el corto plazo y que otras fuerzas estuvieron presentes (por ejemplo, expectativas, una equivocada evaluación del tipo de cambio de equilibrio en el ajuste de paridad de 1979, etc.). Cualquiera que fuese la causa de esta situación, Alemania se ha visto obligada a aceptar tasas de interés más altas que las que podrían ser consideradas compatibles con las expectativas de inflación. Tasas *reales* de interés excesivamente altas también significan un costo para la economía.

De acuerdo con la opinión general, los "bajos" tipos de cambio alemanes fueron irreales, y tipos flotantes de cambio habrían permitido tipos de cambio aun más bajos, de manera que tipos fijos de cambio evitaron excesivas fluctuaciones en el tipo de cambio del marco alemán. Sin embargo, el hecho de que estos bajos tipos de cambio no puedan ser perfectamente explicados, respalda la idea de que un sistema de tipos de cambio fijos introduce costosas inflexibilidades. En otras palabras, al limitar las fluctuaciones del tipo de cambio, se consigue una mayor estabilidad de éste —por definición—, pero a un costo que no se conoce bien, precisamente porque la determinación a corto plazo de los tipos de cambio no se conoce bien. Numerosas variables son interdependientes y en un sistema de tipo de cambio flotante fluctuaría en respuesta a cambios que se presenten en otras variables, por ejemplo, tasas de interés, expectativas inflacionarias para varias monedas, etc. Si la fluctuación de algunas variables es restringida debido a intervención pública, otras variables deberán soportar una mayor carga de ajuste. Así, al mantener un tipo de cambio que no esté en armonía con las variaciones de inflación, con las expectativas de tipos de cambio y de tasas de inflación, con políticas monetarias y de crédito y con toda clase de otras variables, no se puede, por ejemplo, obtener las tasas de interés que permitirían tener un equilibrio en los mercados de crédito.

Así, el aparente "buen" funcionamiento del Sistema Monetario Europeo "EMS" esconde desequilibrios en alguna parte del sistema macroeconómico. Estos desequilibrios no pueden durar mucho y un ajuste tiene que ocurrir, por ejemplo, a través de variaciones en el tipo de cambio o mediante variaciones en las políticas monetarias.

IV — *¿El Sistema Monetario Europeo otorga algún bien público?*

El Sistema Monetario Europeo es un sistema de tipos de cambio fijos, entre diferentes monedas, emitidas por distintos sistemas bancarios, que son posibles debido a las intervenciones públicas en los mercados cambiarios. Como la justificación para la intervención pública es otorgar un bien público, es posible preguntarse si el Sistema Monetario Europeo le otorga a las personas algún bien público.

En caso de que el mencionado bien no sea otorgado por el mercado, tendría que ser concedido por el sector público, ya que los retornos serían demasiado bajos para los productores potenciales, en comparación con los costos en que tendrían que incurrir, a pesar de que el retorno social es mayor que el costo social al otorgarlo. El principio de no exclusión explica tal situación. Evidentemente, la estabilidad económica entra en la categoría de bien público, ya que no puede ser otorgada sólo a aquellos que pagan por ella. Sin embargo, la expresión "estabilidad económica" es más bien imprecisa. De hecho no significa una fijación perfecta de la variable y es preferible definir estabilidad económica como una situación en la cual la diferencia entre el valor efectivo de una variable y su valor de equilibrio es mínimo.

Por tanto, de acuerdo con esta definición, la estabilización del tipo de cambio no significa la fijación de ellos en sí, ya que el tipo de cambio de equilibrio puede ser variable. En la práctica, y como se ha visto, un sistema de tipo de cambio fijo es un caso especial dentro de una categoría más amplia, aquella de sistemas donde los productores de monedas —los bancos centrales en la actual organización del mundo— anuncian por adelantado la tendencia a largo plazo y las posibles variaciones en los tipos de cambio entre sus monedas. El papel de este anuncio es disminuir incertidumbres en las decisiones industriales y comerciales y puede considerarse como un bien público. Sin embargo, los diseñadores de sistemas monetarios internacionales generalmente no consideran otros sistemas de tipo de cambio predeterminados a largo plazo, que no sea el caso especial de tipos de cambio fijo. Esto es valioso para el Sistema Monetario Europeo "EMS".

Como un punto de vista personal, el argumento del bien público es el único criterio valioso para evaluar cualquier régimen de tipo de cambio. Paridades fijas o franjas más amplias, por ejemplo, no son deseables *por sí mismas*. Lo son sólo si aumentan el bienestar social, lo cual no puede ser apreciado considerando solamente la evolución de los tipos de cambio, sino el sistema económico global.

Como ya se ha visto, el Sistema Monetario Europeo es un sistema donde:

- En el corto plazo, los tipos de cambio son mantenidos dentro de una franja limitada y públicamente conocida;
- En el largo plazo, los tipos de cambio son ajustables.

En los términos de nuestro modelo, existe una determinación independiente de las distintas cantidades de monedas nacionales M_i y, por lo tanto, de M_z .

En el corto plazo, el ajuste se produce mediante las variables k_i . En el largo plazo, se produce ya sea mediante las cantidades de dinero M_i , que entonces se tornan endógenas, de acuerdo con los principios de un sistema de tipo de cambio fijo, o mediante el ajuste de tipo de cambio. Debe enfatizarse que el ajuste mediante M_i o e_i depende de la decisión discrecional y no de reglas predeterminadas. Esto significa que el mercado no obtiene información precisa alguna con respecto al posible uso y la magnitud de la política monetaria y/o de la política de tipo de cambio.

Las condiciones bajo las cuales el mercado y los bancos centrales pueden trabajar suelen ser distintas, ya sea con respecto al conocimiento que tengan sobre el funcionamiento del sistema macroeconómico y con respecto a la información que tengan sobre el valor preciso de las variables correspondientes.

No existe motivo para pensar que los bancos centrales puedan tener un mejor modelo macroeconómico de determinación de tipo de cambio, explícito ni implícito, ni en el corto ni en el largo plazo, y es bien sabido que el mercado puede otorgar, debido a la especulación, un servicio de estabilización tan bueno como el que pueden conceder los bancos centrales. Incluso, puede argüirse que los especuladores privados podrían dar un mejor servicio estabilizador, ya que tienen un interés privado en obtener ganancia a través de un pronóstico eficiente, de lo que podrían dar los bancos centrales, al estar más o menos vinculados a consideraciones políticas.

Sin embargo, puede que las principales diferencias entre ambos no se encuentren en sus enfoques con respecto al funcionamiento del sistema macroeconómico, sino en la información que puedan tener con respecto al futuro valor de algunas importantes variables. El motivo principal de esto es que los bancos centrales se benefician desde su posición monopólica en la creación de su propio dinero. Por tanto, un banco central no tiene que adivinar su propia política monetaria futura, y si lo desea, puede decidirla anticipadamente y sostenerla. Esta información no es suficiente como para obtener una idea precisa sobre el valor futuro del tipo de cambio ni de los determinantes de éste, ya que un banco central no determina la política de producción para otras monedas. No obstante, puede que esté en una mejor posición que un especulador privado como para obtener información de otros bancos centrales con respecto a las políticas futuras de ellos. Este es motivo para pensar que las intervenciones de bancos centrales en los mercados de divisas pueden aumentar el bienestar social, ya que poseen una mejor información que el mercado, por lo menos sobre un determinante significativo de los tipos de cambio, es decir, las políticas monetarias.

A esta altura es necesario hacer ciertos comentarios:

- 1) Con respecto a la teoría del bien público, puede decirse que este sector está en una mejor posición que el mercado para otorgar un bien específico, en caso, por ejemplo, de que la exclusión no sea posible. Sin embargo, el caso que se estudia no entra en esta categoría y estaría mal inferir, de lo que se acaba de afirmar, que el bienestar social puede ser maximizado a través de intervenciones de los bancos centrales en el mercado de divisas. De hecho, los bancos centrales pueden tener una mejor información que el mercado con respecto a políticas monetarias futuras y, por lo tanto, con respecto al futuro valor de los tipos de cambio a largo plazo, porque no existe una competencia perfecta en el mercado del dinero, ya que los bancos centrales tienen el monopolio en la producción de dinero. Por esta razón, puede que la fijación de los tipos de cambio en el Sistema Monetario Europeo o cualquier sistema de tipos fijos de cambio (o más ampliamente, la determinación exógena de tipos de cambio por bancos centrales) no corresponda a la mejor solución, sino a la mejor después de la primera, dada la restricción de que no existe una competencia perfecta

para la producción de dinero. Sin embargo, aquí no se discutirá el problema de la producción competitiva de dinero.

En ese sentido no puede decirse que las intervenciones de los bancos centrales en el mercado de divisas correspondan a un otorgamiento de un bien público. De todos modos, si el tipo de cambio o el sistema macroeconómico global son más estables debido a las intervenciones de los bancos centrales, todos los individuos se benefician con estas intervenciones y no existe la posibilidad de excluir a nadie de las ventajas de una economía más estable. Pero esto no significa que este bien público tenga necesariamente que ser provisto por el sector público, ya que no es inevitablemente cierto que pueda ser producido a un menor costo o en una mayor cantidad. De esta manera, el caso de la estabilización económica o de la estabilización del tipo de cambio no tiene nada en común, por ejemplo, con el caso de la defensa nacional, en el cual ningún individuo tendría interés en pagar voluntariamente para obtener servicios de defensa, pero toda la gente puede ganar al ser obligada a pagar por gastos hechos para la defensa.

- 2) Aun si aceptamos limitarnos al estrecho marco dentro del cual la producción de dinero está monopolizada por el sector público, ello no significa que las intervenciones de los bancos centrales en el mercado de divisas dejen a las personas en mejores condiciones si la realidad fuera distinta.

De hecho, sí se observó que la única diferencia existente entre los bancos centrales y el mercado con respecto a la información disponible está constituida por la información que los bancos centrales pueden obtener con respecto a sus propias intenciones sobre la cantidad de dinero, ya que tienen el control sobre la oferta de dinero. ¿Implica esto que tienen una mejor información sobre la evolución de los tipos de cambio a largo o corto plazo?

La respuesta podría ser positiva si pudiera suponerse que los bancos centrales y el mercado tuvieran los mismos modelos explicativos sobre la determinación del tipo de cambio, de manera que pudiera continuar la relativa ventaja de los bancos centrales con respecto a información sobre políticas monetarias. Pero dado el hecho de que los bancos centrales tienen una mejor información que el mercado con respecto a las futuras políticas monetarias, existen varias maneras mediante las cuales ellos pueden dar esta información y así brindar un bien público a los individuos:

- Pueden usar esta información para evaluar los valores del tipo de cambio de equilibrio a largo y corto plazo, y tratar de minimizar las discrepancias efectivas, como ya se ha visto.
- Pueden dar directamente la información específica que tienen, es decir, aquella sobre las futuras políticas monetarias que pretenden aplicar.

En el Sistema Monetario Europeo los bancos centrales transforman el monopolio que tienen sobre la producción de dinero en un monopolio sobre la propiedad que tienen con respecto a cierta infor-

mación. Se ha supuesto anteriormente que el mercado y los bancos centrales eran igualmente eficientes en el uso de una información dada para predecir el tipo de cambio; sin embargo, puede suceder que, por lo menos en algunos casos específicos, el mercado sea más eficiente (que tenga un mejor modelo de determinación del tipo de cambio). Por tanto, la competencia en el uso de una información dada podría aumentar el bienestar social.

De esta manera pueden compararse dos diferentes sistemas, tomados como ejemplo:

- Uno es el arreglo llamado Sistema Monetario Europeo, en el que los bancos centrales más o menos mantienen la información que poseen para su propio uso, pero alegando defender una paridad dada, por lo menos durante el corto plazo;
- Otro sería un sistema en el que no existe arreglo de tipo de cambio alguno, pero donde los bancos centrales anunciarían las metas monetarias para el futuro y que la gente confiara en esta información. Los tipos de cambio serían flexibles, pero la gente obtendría la mayor cantidad de información sobre la determinación referente a tipos de cambio.

El segundo sistema está más cercano que el primero a un sistema competitivo, por lo que existen razones para creer que ése sería más estabilizante.

- 3) Uno de los principios iniciales fue que la determinación del tipo de cambio era tanto más sencilla de evaluar cuanto más largo era el período destinado a su examen. Más precisamente, todo el mundo podría aceptar el siguiente principio: mientras más corto sea el período examinado, menor será el poder explicativo con respecto a las tasas de crecimiento de las cantidades de dinero en los respectivos países.

De ahí surge que la relativa ventaja de los bancos centrales por sobre el mercado en la estabilización del tipo de cambio es más pequeña cuando más corto sea el período bajo consideración, aun cuando los bancos centrales guarden para ellos mismos la información acerca de sus políticas monetarias.

A su vez, esto implica que en el caso en que los bancos centrales no den libre información al mercado sobre sus futuras políticas monetarias, ellos pueden otorgar un bien público al proporcionar una información confiable con respecto al futuro curso de los tipos de cambio "predeterminados", lo que implica que están preparados para tomar cualquiera decisión que sea necesaria para tornar más efectivo este futuro curso. Un caso especial de tal situación es aquel de los tipos de cambios fijos, pero se tiene exactamente la misma clase de situación si los bancos centrales anuncian, por ejemplo, un cierto reglamento para la evolución de los tipos de cambio. Sin embargo, debe quedar en claro que el bien público es otorgado sólo en la medida en que los bancos centrales den una buena información con respecto a los futuros tipos de cambio en el largo plazo. Entonces puede inferirse que los arreglos correspondientes al Sistema Monetario Europeo

no son de ninguna manera óptimos, ya que los bancos centrales afirman que defienden tipos de cambio fijos dentro de franjas en el corto plazo, pero que no se comprometen de manera cierta en el largo plazo. Como se recordó anteriormente, ellos aún consideran como adelanto, en comparación con el arreglo zigzagueante, el hecho de que los tipos de cambio a largo plazo sean más flexibles.

Sin embargo, podría considerarse que los bancos centrales contribuyen a la estabilización de los tipos de cambio en el corto plazo, de manera que otorgarían, en cierta medida, un bien público. De hecho, no es posible estar seguro de eso, ya que se sabe que los determinantes del tipo de cambio en el corto plazo son numerosos y bien podría suceder que el tipo de cambio *de equilibrio* al corto plazo fuera mucho más volátil, de manera que la estabilización, por medio de la franja del tipo de cambio *efectivo*, podría implicar un costo y no una ganancia social. En otras palabras, la intervención pública sólo se justifica si es que existe información suficiente y si puede otorgarse un bien público que no sería concedido de otro modo. Estas condiciones no están garantizadas en este caso especial.

Así se llega a la conclusión de que el arreglo de tipo de cambio del Sistema Monetario Europeo no es óptimo. De hecho, si no se considera la solución de un sistema verdaderamente competitivo en la producción de dinero, una solución (la mejor después de la primera) implicaría una perfecta flexibilidad del tipo de cambio sin intervención a corto plazo, donde alguna información sería dada al mercado con respecto al valor de largo plazo del tipo de cambio, ya sea porque todos los bancos centrales utilizarían una política de metas monetarias, o porque estarían comprometidos en la obtención de valores predeterminados del tipo de cambio en el largo plazo y estarían en condiciones de mantener su compromiso. El arreglo del Sistema Monetario Europeo es totalmente lo contrario.

Al hablarse de "tipo de cambio predeterminado a largo plazo" no significa necesariamente "tipos de cambios fijos". De hecho, la fijación de los tipos de cambio es un problema bastante accesorio. Por ejemplo, si la información sobre el futuro curso de los tipos de cambio fuera perfecta, no habría motivo para preferir tipos de cambio fijos. La fijación sólo significaría que existe un nexo entre las tasas nacionales de inflación, lo cual no tiene justificación, especialmente si la tasa "común" de inflación es alta. De hecho, el bienestar social puede ser aumentado por los bancos centrales a través de dos procedimientos:

- Otorgando buena información con respecto al futuro de los tipos de cambio y/o de las políticas monetarias.
- Aplicando políticas monetarias que resulten en una tasa de inflación mínima.

La fijación del tipo de cambio no significa que alguna de estas funciones sea correctamente ejecutada, particularmente si no existe un firme compromiso para mantener la fijación de los tipos de cambio.

V — ¿Por qué la integración monetaria?

El significado corriente de integración monetaria es el de fijación de los tipos de cambio. Recientemente se vio que un régimen de tipos fijos de cambio tiene las siguientes implicaciones:

— En el largo plazo, si existe fijación entre las monedas de la zona, sólo implica una tasa común de inflación, y es posible preguntarse si efectivamente esto representa un logro importante. De hecho, la administración monetaria no puede ser evaluada sin hacer referencia al papel que juega el dinero. En ese sentido, la meta de la administración monetaria debe ser la estabilidad de precios. La fijación de los tipos de cambio *de por sí* no implica una baja tasa de inflación. Por ejemplo, existe una alta tasa de inflación en una zona con régimen de tipos de cambio fijos. Los tenedores de dinero dejan de tener opciones monetarias. Si los tipos de cambio hubieran sido flotantes, podría haber ocurrido que la administración monetaria fuera más estricta en algunos países, de manera que sus ciudadanos se hubieran beneficiado de tipos de cambio flexibles. Además, la solución válida en tal situación —donde existen diferentes tasas de inflación en distintos países— es de no imponer la fijación de los tipos de cambio a todos (con la posibilidad de una alta tasa común de inflación), sino de suprimir todos los obstáculos a la competencia entre monedas, de manera que los ciudadanos de países donde la tasa de inflación es mayor puedan escoger otra moneda más provechosa.

— En el corto plazo, la fijación de los tipos de cambio puede implicar costos, y puede que no sea superior a un sistema de estabilización por el mercado.

Para sintetizar, la reclamación de que exista integración monetaria bajo la forma de tipos de cambio fijos, descansa en una errada interpretación del significado de la palabra “integración”. La teoría económica enseña que los consumidores se benefician de la “integración” de los mercados, es decir, de la posibilidad de escoger libremente los bienes que prefieren sin tener que considerar el lugar de producción, el nombre ni la nacionalidad del productor. Las ventajas de tal integración son las que otorga la competencia. La denominada “integración” en el campo monetario internacional es todo lo contrario: no significa “integración de los mercados libres”, sino “integración de los productores”. El fin de la integración monetaria no es el de aumentar la libertad de escoger por parte de los consumidores (los tenedores de dinero), sino el de restringir el número de productores, al integrarlos, obligándolos a producir sólo un bien, cualquiera que sea. En otras palabras, lo que generalmente se denomina “integración monetaria” no es otra cosa que la construcción de un monopolio público para la producción de dinero en toda una zona dada. La experiencia de la Comunidad Económica Europea “EEC” es perfectamente clara en ese sentido. Dicho en una forma más general, también es evidente que la Comunidad Económica Europea se ha desplazado al edificar un “mercado común” a la inversa, cual es la puesta en práctica de “políticas comunes”.

La integración monetaria no es más que un ejemplo de esta tendencia.

En vista de que no hay una libre competencia para la producción de dinero en cada país, la integración está concebida no como una competencia entre los distintos productores de los diferentes países, sino como una organización común y monopólica de los existentes productores públicos, quienes desean evitar la competencia en el financiamiento de las transacciones internacionales. La actual unificación monetaria europea no es otra cosa que la organización de un "cartel" entre los sistemas monetarios nacionales, con todas las dificultades que necesariamente surgen en tales sistemas. El Sistema Monetario Europeo es un intento más o menos exitoso para unificar la producción de dinero, pero no para constituir una zona de producción óptima de dinero.

VI *La organización monetaria de una pequeña economía abierta*

La experiencia ha llevado a los países europeos a preocuparse de la común organización de un sistema monetario entre países que sean más o menos similares, y la unificación monetaria ha significado la adopción de un reglamento de cambios. Bien se sabe que tal reglamento no es suficiente y es necesario otro, ya sea uno adicional para definir la tasa común de crecimiento de la cantidad de dinero en la zona, o un reglamento de alternativa, como puede ser el caso de la competencia monetaria (que implica tipos de cambio flotantes).

El problema es algo distinto para un país pequeño que esté considerando posibles opciones. Resulta suficiente, por ejemplo, un reglamento de tipo de cambio, ya que el país pequeño no tiene por qué preocuparse de la determinación de la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero en la zona a la cual pertenece. El país de la moneda-clave determina independientemente la política monetaria de la zona. Los ciudadanos del país pequeño simplemente obtienen la misma estabilidad que los del país de la moneda-clave, por lo menos si las fluctuaciones monetarias son amplificadas por el sistema monetario nacional del país pequeño. Como ya se ha subrayado, un sistema de encaje (reserva) de 100% favorece el funcionamiento de tal organización. Este es el caso de Chile.

La teoría de áreas de monedas óptimas —desarrollada principalmente en los años 60— trataba de problemas similares. Su meta era proponer criterios a fin de ayudar a decidir si un país dado tenía interés en vincularse con otros o prefería permanecer independiente. La conclusión general de las publicaciones fue que la elección depende básicamente de la mayor o menor habilidad del país para poner en práctica una política monetaria estable, en comparación con la de otros países con los cuales podría potencialmente estar vinculado.

La propensión a importar estabilidad o inestabilidad estaba vinculada con tales criterios como el grado de apertura, de integración financiera, etc. Sin embargo, nos parece que tales criterios son sólo de importancia secundaria. De hecho, la "habilidad para tener una política monetaria más o menos estable" al comparársele con la de otros países no es un hecho exógeno. Todo depende de las decisiones libres de las autoridades monetarias. Por lo tanto, más bien que mirar a países que son potencialmente más estables y de los cuales se podría importar estabilidad monetaria, sería más importante mirar

hacia posibles reglamentos y organización, a fin de que el país en cuestión tenga una política monetaria estabilizadora. No hay razón para que una política monetaria estable no pueda existir en un país pequeño. Por tanto, la elección del régimen de cambio es sólo una consecuencia de políticas monetarias relativas en el país y en el extranjero.

A menudo se dice que un país pequeño tiene que estar vinculado con su principal socio comercial⁷. No creemos que esta opinión sea generalmente válida por la razón básica de que no existe justificación teórica o práctica para que la producción y la circulación de una moneda esté vinculada con un territorio nacional dado. En este trabajo no se discute el problema de la competencia mundial en cuanto al dinero; pero incluso al considerar la organización nacional del actual sistema monetario mundial, hay que admitir el hecho de que un país "pequeño" no es importante en lo referente a su organización monetaria. Suiza nos da el ejemplo de un país pequeño que tiene ventaja al no estar vinculado con otros países. Su eficiente política monetaria tiene como consecuencia de que el área monetaria del franco suizo sea mucho mayor que el territorio suizo. No existe ningún obstáculo real para que un país pequeño emita una moneda estable de amplia acogida.

También se arguye frecuentemente que la variabilidad de los tipos de cambio, a corto plazo, bajo tipos de cambio flotantes, sería demasiado grande para un país pequeño que tiene exportaciones muy especializadas. La volatilidad de los retornos de exportación implicaría rápidas variaciones en el tipo de cambio, con posibles e importantes efectos sobre los precios nacionales. Sin embargo, no convence de que tal situación torne necesarios los tipos fijos de cambio. De hecho, los arreglos monetarios no pueden hacer frente a verdaderos trastornos, como es el caso de las fluctuaciones comerciales. Problemas reales necesitan soluciones reales (por ejemplo, diversificación de exportaciones, adaptabilidad de los ingresos nacionales *reales* a las fluctuaciones de los retornos de exportación, etc.). Además, la variabilidad de los tipos de cambio, a corto plazo, podrían ser de menor importancia si existiera un eficiente mercado financiero (con especulación estabilizadora) a fin de suavizar las fluctuaciones en los retornos.

En otras palabras, las deliberaciones sobre la fluctuación de las variables en el corto plazo no deberían permitir que las personas se olvidaran de la necesaria estabilidad en el largo plazo. Como se ha visto en el ejemplo de Europa, el peor sistema es aquel en que existe fijación de tipos de cambio en el corto plazo y variabilidad en el largo plazo, donde la gente no obtiene información adicional alguna de los arreglos monetarios y de tipo de cambio existentes, y donde la estabilidad del dinero a largo plazo no está garantizada.

Nos parece que sólo dos soluciones deben ser consideradas:

— Tipos de cambio libremente flotantes con una política monetaria estable, lo cual probablemente requeriría una Constitución monetaria.

⁷ Como se mencionó en la introducción, esta opinión ha sido expresada por Milton Friedman.

— Una moneda unificada, es decir, un perfecto equilibrio entre la moneda del país pequeño y aquella de un país grande, si es que existe suficiente confianza en la habilidad del país grande para aplicar una política monetaria estable. En tal caso, es preferible no tener una franja de fluctuación alrededor de la paridad (es decir, una fijación perfecta) y un sistema de encaje (reserva) de 100%.

La organización de una zona monetaria donde los países tengan los mismos derechos y las mismas obligaciones debe ser evitada. Como opinión personal, esta conclusión puede ser la principal derivada de la experiencia europea.

BANCO CENTRAL DE CHILE
Agustinas 1180, Santiago, Chile
Casilla Postal 967 — Santiago, Chile
Teléfono: 62281
Telex: 40569 CENBCCL
Santiago, abril de 1983

TRABAJO EDITADO POR EL
DEPARTAMENTO DE INFORMACIONES
ESTADISTICAS Y PUBLICACIONES
DEL BANCO CENTRAL DE CHILE

ESTUDIOS MONETARIOS VIII

EXPERIENCIAS SOBRE BANCOS CENTRALES

SEMINARIO REALIZADO POR EL BANCO CENTRAL DE CHILE,
EN EL MES DE NOVIEMBRE DE 1981



DIRECCION DE
POLITICA FINANCIERA

BANCO CENTRAL DE CHILE

Abril 1983

Edición en castellano e inglés: 1.000 ejemplares

Impreso en los talleres de
Alfabet Impresores
Lira 140 — Santiago - Chile